ŹRÓDŁA I SPOSOBY FINANSOWANIA PRZEDSIĘBIORSTW

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Joanna Bednarz
Eugeniusz Gostomski

ŹRÓDŁA I SPOSOBY FINANSOWANIA PRZEDSIĘBIORSTW

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego
Gdańsk 2018

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Stan prawny: 31 grudnia 2017 r.

Autorzy poszczególnych rozdziałów:
Joanna Bednarz – rozdziały 4, 6–8
Eugeniusz Gostomski – rozdziały 1–3, 5, 9–13

Recenzenci:
prof. dr hab. Janusz Bilski
dr hab. Anna Szelągowska

Redaktor Wydawnictwa
Jerzy Toczek

Projekt okładki i stron tytułowych
Filip Sendal

Skład i łamanie
Mariusz Szewczyk

Publikacja dofinansowana z działalności statutowej
Wydziału Ekonomicznego Uniwersytetu Gdańskiego

© Copyright by Uniwersytet Gdański
Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego

ISBN 978-83-7865-966-2

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego
ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot
tel./fax 58 523 11 37, tel. 725 991 206
e-mail: wydawnictwo@ug.edu.pl
www.wyd.ug.edu.pl

Księgarnia internetowa: www.kiw.ug.edu.pl

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

SPIS TREŚCI

Wstęp 9

Rozdział 1. Istota i formy działalności gospodarczej 13
1.1. Pojęcie działalności gospodarczej 13
1.2. Ograniczenia w podejmowaniu działalności gospodarczej 18
1.3. Klasyfikacja przedsiębiorstw 20

Rozdział 2. Ogólne zagadnienia finansowania przedsiębiorstw 27
2.1. Istota finansowania działalności przedsiębiorstwa 27
2.2. Pojęcie kapitału 31
2.3. Rodzaje finansowania przedsiębiorstw 34
2.4. Planowanie finansowe w przedsiębiorstwie 38

Rozdział 3. Finansowanie działalności gospodarczej kapitałem własnym 43
3.1. Pozyskiwanie kapitału własnego ze źródeł wewnętrznych 43
3.1.1. Kapitał własny w wybranych formach organizacyjno-prawnych przedsiębiorstw 43
3.1.2. Samofinansowanie rozwoju przedsiębiorstwa 48
3.2. Pozyskiwanie kapitału własnego ze źródeł zewnętrznych 50
3.2.1. Emisja akcji jako sposób zewnętrznego finansowania własnego przedsiębiorstw 50
3.2.2. Długoterminowe finansowanie przedsiębiorstw przez fundusze *private equity* i fundusze *venture capital* 58
3.2.3. Anioły biznesu 62

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Rozdział 4. Kredyt bankowy jako zewnętrzne źródło finansowania podmiotów gospodarczych 65
4.1. Istota operacji udzielania kredytów. Rodzaje kredytów bankowych 65
4.2. Wniosek kredytowy 69
4.3. Ocena zdolności kredytowej podmiotów gospodarczych 71
4.4. Umowa kredytowa 81
4.5. Koszt kredytu 83
4.6. Zabezpieczenia kredytowe 83
4.7. Monitoring i spłata kredytu 88

Rozdział 5. Finansowanie transakcji handlu zagranicznego 91
5.1. Specyfika i formy finansowania handlu zagranicznego 91
5.2. Kredyty handlowe w obrotach towarowych z zagranicą 94
5.3. Krótkoterminowe kredyty bankowe dla eksporterów 100
5.4. Średnio- i długoterminowe kredyty bankowe na finansowanie handlu zagranicznego 105
5.5. Eurokredyty jako źródło finansowania operacji handlu zagranicznego . . . 112
5.6. Euroobligacje jako źródło finansowania operacji handlu zagranicznego . . . 114
5.7. Wspieranie kredytów eksportowych przez państwo 117
5.8. Dopłaty do oprocentowania kredytów eksportowych o stałych stopach procentowych 120

Rozdział 6. Pozyskiwanie środków finansowych przez emisję papierów dłużnych . 125
6.1. Krótkoterminowe papiery dłużne 125
6.1.1. Emisja krótkoterminowych papierów dłużnych 127
6.1.2. Koszt emisji krótkoterminowych papierów dłużnych 130
6.2. Obligacje 131
6.2.1. Oferta publiczna 132
6.2.2. Rodzaje obligacji 132
6.2.3. Obligacje emitowane przez przedsiębiorstwa z uwzględnieniem podmiotów sektora MSP 133

Rozdział 7. Leasing jako źródło finansowania działalności gospodarczej 137
7.1. Definicja i charakterystyka leasingu 137
7.2. Uczestnicy transakcji leasingowej 138
7.3. Przedmiot i przebieg transakcji leasingu 139
7.4. Rodzaje leasingu 141
7.5. Leasing w prawie polskim 144
7.6. Porównanie leasingu i kredytu bankowego 145

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Rozdział 8. Faktoring jako źródło finansowania przedsiębiorstw 147
8.1. Istota faktoringu 147
8.2. Uczestnicy transakcji faktoringowej 149
8.3. Przedmiot i funkcje transakcji faktoringowej 151
8.4. Rodzaje faktoringu 154
8.5. Faktoring w prawie polskim 159
8.6. Porównanie faktoringu i kredytu bankowego 164

Rozdział 9. Pożyczki z sektora pozabankowego i środki pomocowe jako źródło finansowania działalności gospodarczej mniejszych przedsiębiorstw 167
9.1. Pożyczki od rodziny na działalność gospodarczą 167
9.2. Jednorazowe środki na rozpoczęcie działalności gospodarczej 169
9.3. Fundusze pożyczkowe 171
9.4. Środki unijne dla polskich przedsiębiorstw w latach 2014–2020 173
9.4.1. Program Operacyjny Inteligentny Rozwój 174
9.4.2. Program Operacyjny Wiedza Edukacja Rozwój 175
9.4.3. Program Operacyjny Polska Wschodnia (PO PW) 176
9.5. Pośrednie zaspokajanie potrzeb kapitałowych małych i średnich przedsiębiorstw przez fundusze poręczeniowe 178
9.6. Gwarancje *de minimis* BGK dla kredytobiorców 183

Rozdział 10. Zobowiązania jako źródła finansowania majątku przedsiębiorstw . . 185
10.1. Istota zobowiązań przedsiębiorstwa 185
10.2. Koszt kredytów handlowych 190

Rozdział 11. Finansowanie hybrydowe przedsiębiorstw 193
11.1. Istota i formy kapitału hybrydowego 193
11.2. Obligacje zamienne na akcje 195
11.3. Pozostałe formy kapitału hybrydowego 198

Rozdział 12. Finansowanie projektów inwestycyjnych typu *project finance* 201
12.1. Pojęcie *project finance* 201
12.2. Pozyskiwanie kapitału na inwestycje realizowane w ramach *project finance* . . 203

Rozdział 13. Koszty pozyskania i struktura kapitału w przedsiębiorstwie 207
13.1. Koszt pozyskania kapitału 207
13.2. Wpływ struktury kapitału na wzrost wartości przedsiębiorstwa 214
13.3. Struktura kapitału a rentowność kapitałów własnych zainwestowanych w przedsiębiorstwie 218
13.4. Praktyczne aspekty kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie . . 220

Bibliografia 225

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

WSTĘP

Kluczową rolę w prowadzeniu każdego biznesu odgrywa pozyskiwanie środków pieniężnych, a następnie ich racjonalne wykorzystanie na finansowanie bieżącego funkcjonowania przedsiębiorstwa i jego inwestycji. Brak własnych środków finansowych (kapitału własnego) bądź dostępu do zewnętrznych źródeł ich pozyskiwania (kapitału obcego) w gospodarce rynkowej utrudnia lub wręcz uniemożliwia przedsiębiorstwom utrzymanie się na rynku. Nie pozwala im bowiem ani regulować bieżących zobowiązań, ani realizować potrzebnych przedsięwzięć inwestycyjnych, bez których nie jest możliwy długofalowy rozwój. Całokształt działań powodujących dopływ do przedsiębiorstwa środków pieniężnych niezbędnych do jego bieżącego funkcjonowania i rozwoju w dłuższej perspektywie czasowej nazywamy finansowaniem działalności gospodarczej. Temu zagadnieniu poświęcona jest niniejsza książka. Stanowi ona drugie, uaktualnione wydanie naszej monografii sprzed dziesięciu lat *Finansowanie działalności gospodarczej*. Staraliśmy się w niej uwzględnić zmiany, jakie zaszły w Polsce w dziedzinie pomnażania przez przedsiębiorstwa kapitału własnego i pozyskiwania kapitału obcego. Publikacja skierowana jest zarówno do studentów kierunków ekonomicznych, jak i praktyków pragnących uporządkować i poszerzyć swoją wiedzę dotyczącą finansowania działalności gospodarczej. Może również służyć zgłębianiu wiedzy z zakresu działalności kredytowej banków.

Książka składa się z trzynastu rozdziałów przedstawiających w sposób skondensowany najważniejsze zagadnienia z zakresu pozyskiwania przez

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

przedsiębiorstwa kapitału na bieżące funkcjonowanie i rozwój. Dwa pierwsze rozdziały poświęcone są istocie i formom działalności gospodarczej oraz ogólnym zagadnieniom finansowania przedsiębiorstw. Zdefiniowane zostały pojęcia kapitału, finansowania wewnętrznego i zewnętrznego, kapitału własnego i obcego oraz porównano kapitał własny i obcy pod kątem ich wykorzystania w finansowaniu działalności gospodarczej przedsiębiorstw.

Tematem trzeciego rozdziału jest finansowanie przedsiębiorstwa kapitałem własnym pochodzącym zarówno ze źródeł wewnętrznych, jak i zewnętrznych. Omówiono w nim m.in. zagadnienie samofinansowania rozwoju przedsiębiorstwa, technikę emisji akcji i zagadnienia związane z pozyskiwaniem kapitału długookresowego od funduszy wysokiego ryzyka.

W rozdziale czwartym przedstawiono kredyt bankowy jako źródło finansowania działalności gospodarczej. Zdefiniowano w nim operację udzielania kredytu oraz omówiono najważniejsze rodzaje kredytów. W sposób syntetyczny zaprezentowano również poszczególne etapy procedury kredytowej, począwszy od przygotowania i złożenia wniosku kredytowego, przez analizę i ocenę zdolności kredytowej potencjalnego kredytobiorcy, zabezpieczenie zwrotu kredytu, aż po opracowanie i zawarcie umowy kredytowej oraz monitoring spłaty kredytu.

Rozdział piąty poświęcony jest finansowaniu transakcji handlu zagranicznego. Omówiono w nim specyfikę finansowania eksportu i import dóbr, najważniejsze formy kredytów eksportowych, a także przybliżono kwestię ubezpieczenia należności z tytułu eksportu oraz system dopłat do oprocentowania kredytów na potrzeby eksportu.

Pozyskiwanie środków finansowych przez emisję papierów dłużnych jest tematem rozdziału szóstego. W pierwszej części rozdziału skoncentrowano uwagę na warunkach i kosztach emisji krótkoterminowych papierów dłużnych. Druga część dotyczy zaś obligacji, ze szczególnym uwzględnieniem obligacji emitowanych przez przedsiębiorstwa.

Rozdziały siódmy i ósmy poświęcono innym, bardzo ważnym formom finansowania przedsiębiorstw, jakimi są odpowiednio leasing i faktoring. Przedstawiono istotę usług leasingowych i faktoringowych, zasady postępowania przy zawieraniu umów, ich treść oraz przebieg transakcji leasingu i faktoringu. Istotnym elementem tego rozdziału jest prezentacja prawnych

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

aspektów funkcjonowania leasingu i faktoringu w prawie polskim oraz porównanie ich z innymi formami finansowania podmiotów gospodarczych.

W rozdziale dziewiątym przedmiotem rozważań są pożyczki od sektora pozabankowego i środki pomocowe dla mniejszych przedsiębiorstw pochodzące z Unii Europejskiej i źródeł polskich.

Rozdział dziesiąty odnosi się do zobowiązań, czyli kredytów handlowych jako istotnego zewnętrznego źródła finansowania bieżącej działalności gospodarczej.

W rozdziale jedenastym nakreślono istotę i formę finansowania hybrydowego, po które coraz częściej sięgają też polscy przedsiębiorcy.

Rozdział dwunasty poświęcony jest natomiast ciekawej technice finansowania długoterminowych inwestycji, jaką jest *project finance*.

W rozdziale trzynastym omówiono główne metody wyceny kosztu kapitału własnego i obcego, wpływ struktury kapitału firmy na jej wartość rynkową oraz sformułowano szereg wskazówek odnośnie do praktycznego zarządzania strukturą kapitału w przedsiębiorstwie.

Mamy nadzieję, że niniejsza publikacja spotka się z życzliwym przyjęciem przez Czytelników zgłębiających wiedzę z zakresu finansowania działalności gospodarczej.

Na zakończenie chcielibyśmy wyrazić podziękowanie recenzentom książki, Pani Profesor Annie Szelągowskiej ze Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie oraz Panu Profesorowi Januszowi Bilskiemu z Uniwersytetu Łódzkiego.

Joanna Bednarz
Eugeniusz Gostomski

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

ROZDZIAŁ 1

ISTOTA I FORMY DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ

1.1. Pojęcie działalności gospodarczej

Definicja działalności gospodarczej zawarta jest w ustawie o swobodzie działalności gospodarczej (art. 2)[1], Ordynacji podatkowej (art. 3)[2], ustawie o podatku od towarów i usług (art. 15)[3] oraz w innych aktach prawnych. Działalnością gospodarczą jest zarobkowa działalność wytwórcza, działalność budowlana, handlowa, usługowa oraz poszukiwanie, rozpoznawanie i wydobywanie kopalin ze złóż, a także działalność w zakresie wolnych zawodów (adwokata, aptekarza, architekta, inżyniera budownictwa, biegłego rewidenta, brokera ubezpieczeniowego, doradcy podatkowego, księgowego, lekarza, lekarza stomatologa, lekarza weterynarii, notariusza, pielęgniarki, położnej, radcy prawnego, rzecznika patentowego, rzeczoznawcy majątkowego i tłumacza przysięgłego) wykonywana w sposób zorganizowany i ciągły[4]. Przedmiotem

[1] Ustawa z dnia 2 lipca 2004 r. o swobodzie działalności gospodarczej (tekst jedn. Dz. U. z 2017 r., poz. 2168 z późn. zm.).

[2] Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Ordynacja podatkowa (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 800 z późn. zm.).

[3] Ustawa z dnia 11 marca 2004 r. o podatku od towarów i usług (tekst jedn. Dz. U. z 2017 r., poz. 1221 z późn. zm.).

[4] Art. 2 ustawy o swobodzie działalności gospodarczej.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

działalności gospodarczej jest więc wytwarzanie dóbr rzeczowych albo ich dostarczanie lub sprzedawanie bądź świadczenie innych usług.

Zarobkowy charakter działalności gospodarczej polega na tym, że jest ona nastawiona na uzyskiwanie dochodów. Pod określeniem zorganizowanego charakteru działalności gospodarczej kryje się ustanowienie formy prawnej przedsiębiorstwa, utworzenie siedziby, biura, pomieszczeń do prowadzenia działalności czy zatrudnianie pracowników i ustanowienie regulaminu pracy. Ciągłość wykonywania działalności oznacza zaś, że nie ma ona charakteru incydentalnego, jednorazowego, lecz cechuje się powtarzalnością, cyklicznością i jest prowadzona przez dłuższy okres.

Inicjatorami działalności gospodarczej są poszczególne osoby lub zespoły osób, które formułują określone cele gospodarcze i podejmują działania zmierzające do ich realizacji. Muszą one zaprojektować i stworzyć odpowiedni system działania umożliwiający realizację wymaganych celów i zadbać o jego sprawne funkcjonowanie.

Warunkiem prowadzenia działalności gospodarczej w sposób legalny jest wpisanie jej do Centralnej Ewidencji i Informacji o Działalności Gospodarczej (CEIDG) lub do rejestru przedsiębiorców w Krajowym Rejestrze Sądowym (KRS). Rejestracji w CEIDG podlega jednoosobowa działalność gospodarcza i działalność w formie spółki cywilnej. Natomiast wpisowi do rejestru przedsiębiorców w KRS podlegają przedsiębiorstwa państwowe, spółdzielnie i wszystkie, z wyjątkiem spółki cywilnej, rodzaje spółek, tzn. spółki jawne, spółki partnerskie, spółki komandytowe, spółki komandytowo-akcyjne, spółki z ograniczoną odpowiedzialnością i spółki akcyjne, a także jednostki badawczo-rozwojowe, towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych, oddziały przedsiębiorstw zagranicznych, podmioty wpisane do rejestru fundacji oraz inne osoby prawne i podmioty gospodarcze.

Wpis do CEIDG jednoosobowej działalności gospodarczej i spółki cywilnej następuje na wniosek zainteresowanej osoby lub osób fizycznych złożony na urzędowym formularzu, który zawiera następujące dane:

- firma przedsiębiorcy oraz jego numer PESEL,
- data urodzenia, miejsce i adres zameldowania przedsiębiorcy
- numer identyfikacji podatkowej przedsiębiorcy (NIP), o ile taki posiada,
- adresy, pod którymi jest wykonywana działalność gospodarcza,

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

- rodzaje wykonywanej działalności gospodarczej, zgodnie z Polską Klasyfikacją Działalności (PKD),
- data rozpoczęcia wykonywania działalności gospodarczej,
- przewidywana liczba pracujących i zatrudnionych,
- oświadczenie o formie opłacania podatku dochodowego,
- numer rachunku bankowego związanego z prowadzeniem działalności gospodarczej,
- dane podmiotu prowadzącego dokumentację rachunkową,
- dane dotyczące stałego pełnomocnictwa, uprawionego do prowadzenia spraw przedsiębiorcy, o ile przedsiębiorca udzielił takiego pełnomocnictwa[5].

Jeżeli przyszły przedsiębiorca posiada profil zaufany[6] lub kwalifikowany podpis elektroniczny, to wpisu do CEIDG może dokonać przez Internet, a w innym przypadku w urzędzie miasta lub gminy właściwym dla jego miejsca zamieszkania.

W przypadku zakładania firmy w formie spółki (z wyjątkiem spółki cywilnej i spółki jawnej) konieczne jest sporządzenie umowy potwierdzonej przez notariusza. Wpis firmy do rejestru przedsiębiorstw w KRS jest dokonywany na wniosek zainteresowanych podmiotów, chyba że przepis szczególny przewiduje wpis z urzędu. Wniosek o wpis do rejestru składa się na urzędowym formularzu, który zawiera następujące dane:

- dane wnioskodawcy,
- dane spółki (nazwa spółki, forma prawna, NIP, adres),
- informacje o umowie spółki,
- informacje o kapitale spółki,
- informacje o czasie, na jaki została utworzona spółka.

Do wniosku o wpis podmiotu do rejestru dołącza się uwierzytelnione notarialnie albo złożone przed sędzią lub upoważnionym pracownikiem sądu wzory podpisów osób upoważnionych do reprezentowania tego podmiotu.

Należy podkreślić, że **przedsiębiorcą w sensie prawnym** jest osoba fizyczna, osoba prawna i jednostka organizacyjna niebędąca osobą prawną,

---

[5] Art. 25 ust. 1 ustawy o swobodzie działalności gospodarczej.

[6] Profil zaufany jest bezpłatną metodą potwierdzania tożsamości obywatela w systemach elektronicznej administracji – to odpowiednik bezpiecznego podpisu elektronicznego, weryfikowanego certyfikatem kwalifikowanym.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

której odrębna ustawa przyznaje zdolność prawną, wykonująca we własnym imieniu działalność gospodarczą. Zaś **przedsiębiorcą w sensie ekonomicznym** jest osoba, która tworzy własną firmę, przygotowuje nowe i rozwija dotychczasowe produkty lub usługi, zarządza istniejącym przedsiębiorstwem, aby mogło się ono rozwijać, ciągle poszukuje nowych okazji dla swojego biznesu, a przy tym uwzględnia towarzyszące tym działaniom ryzyko i ponosi pełną odpowiedzialność za podejmowane decyzje. Pożądane cechy osobowe przedsiębiorcy to kreatywność, umiarkowana skłonność do podejmowania ryzyka, elastyczność, niezależność, zdolność rozwiązywania problemów, potrzeba osiągnięć, wyobraźnia, zdolność do przekonywania innych ludzi, przywództwo, umiejętność ciężkiej pracy i inne[7].

Podejmowanie i wykonywanie działalności gospodarczej w Polsce jest wolne dla każdego na równych prawach. Osoby zagraniczne z państw członkowskich Unii Europejskiej i Europejskiego Obszaru Gospodarczego oraz obywatele innych państw mający zezwolenie na osiedlenie się w naszym kraju mogą podejmować i wykonywać działalność gospodarczą na takich samych zasadach jak obywatele polscy. Natomiast pozostałe osoby zagraniczne mają prawo do podejmowania i wykonywania działalności gospodarczej wyłącznie w formie spółki komandytowej, spółki komandytowo-akcyjnej, spółki z ograniczoną odpowiedzialnością i spółki akcyjnej.

Każdy przedsiębiorca jest zobowiązany wykonywać działalność gospodarczą na zasadach uczciwej konkurencji i poszanowania dobrych obyczajów oraz słusznych interesów konsumenta. Przedsiębiorca musi też spełniać określone przepisami prawa warunki wykonywania działalności gospodarczej, w szczególności dotyczące ochrony przed zagrożeniem życia, zdrowia ludzkiego, moralności publicznej, a także w zakresie ochrony środowiska.

Przedsiębiorca wprowadzający towar do obrotu w Polsce jest obowiązany do zamieszczania na towarze, jego opakowaniu, etykiecie lub instrukcji informacji w języku polskim zawierającej: firmę przedsiębiorcy i jego adres, nazwę towaru oraz inne oznaczenia i informacje określone przepisami prawa.

Dokonywanie lub przyjmowanie płatności związanych z wykonywaną działalnością gospodarczą powinno następować za pośrednictwem rachunku

[7] *Ekonomika i zarządzanie małą firmą*, red. B. Piasecki, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 25–26.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

bankowego przedsiębiorcy w każdym przypadku, gdy jednorazowa wartość transakcji, bez względu na liczbę wynikających z niej płatności, przekracza 15 tys. zł[8]. Transakcje w walutach obcych są przeliczane na złote według kursu średniego walut obcych ogłaszanego przez NBP z ostatniego dnia roboczego poprzedzającego dzień dokonania transakcji.

Podmioty prowadzące działalność gospodarczą mogą zatrudniać pracowników, z czego korzysta większość przedsiębiorstw. Ustawodawstwo polskie bardzo szczegółowo określa warunki zatrudniania i zwalniania pracowników oraz obowiązki i prawa zarówno pracodawców, jak i pracowników w trakcie trwania stosunku pracy. Celem tych regulacji jest korygowanie niedoskonałości rynku pracy.

Podmioty gospodarcze podlegają obciążeniom podatkowym i parapodatkowym. Nadmierny fiskalizm, który jest konsekwencją zbyt rozbudowanego zakresu wydatków publicznych, wpływa ujemnie na możliwość wzrostu gospodarczego, zniechęcając do rejestrowania działalności gospodarczej, a tym samym stwarza przesłanki do poszerzania się szarej strefy w gospodarce i zatrudniania pracowników „na czarno"[9]. Według szacunków firmy EY udział szarej strefy w polskim PKB w 2015 r. stanowił 12,4%, przy czym w niektórych branżach, np. tytoniowej, paliwowej czy na rynku alkoholi, przekracza 20%[10]. Z drugiej strony bardzo niski poziom obciążeń fiskalnych hamuje wzrost gospodarczy i obniża dobrobyt społeczny, gdyż państwo nie jest w stanie dostarczyć na wystarczającym poziomie wielu ważnych dóbr publicznych, takich jak bezpieczeństwo, infrastruktura czy edukacja. Dlatego w każdej gospodarce bardzo ważne jest ustalenie optymalnego, z punktu widzenia dobrobytu społecznego, poziomu i struktury wydatków publicznych oraz związanego z tym optymalnego poziomu i struktury podatków.

---

8 Art. 22 ustawy o swobodzie działalności gospodarczej.

9 „Szara strefa" ma największe znaczenie w dziedzinach gospodarki, w których praca jest sezonowa i nierytmiczna oraz gdzie łatwo można ukryć pracowników. Do takich dziedzin należą w szczególności usługi budowlane, korepetycje i powypadkowe naprawy samochodów. Szerzej na temat zob. K. Łapiński, M. Peterlik, B. Wyżnikiewicz, *Szara strefa w polskiej gospodarce w 2015 roku*, IBnGR, Warszawa 2015.

10 *Szara strefa drenuje budżet*, http://csr.forbes.pl/szara-strefa-w-polsce-transakcje-gotowkowe, artykuly,198856,1,1.html [dostęp: 15.01.2018].

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

1.2. Ograniczenia w podejmowaniu działalności gospodarczej

W niektórych obszarach gospodarki prowadzenie działalności gospodarczej wymaga, niezależnie od uprzedniego wpisu do rejestru przedsiębiorców w KRS lub do ewidencji działalności gospodarczej, uzyskania koncesji, wpisu do rejestru działalności regulowanej, zezwolenia, licencji lub zgody na prowadzenie działalności gospodarczej.

Koncesja jest wymagana do podjęcia działalności gospodarczej m.in. w zakresie:

- poszukiwania lub rozpoznawania złóż kopalin, wydobycia kopalin ze złóż, bezzbiornikowego magazynowania substancji oraz składowania odpadów w górnictwie, w tym w podziemnych wyrobiskach górniczych,
- wytwarzania i obrotu materiałami wybuchowymi, bronią i amunicją oraz wyrobami i technologią o przeznaczeniu wojskowym lub policyjnym,
- wytwarzania, przetwarzania, magazynowania, przesyłania, dystrybucji i obrotu paliwami i energią,
- ochrony osób i mienia,
- rozpowszechniania programów radiowych i telewizyjnych,
- przewozów lotniczych,
- prowadzenia kasyna gry[11].

Koncesja jest wydawana przez ministra właściwego ze względu na przedmiot działalności gospodarczej objętej koncesjonowaniem na okres oznaczony, nie krótszy niż 3 lat i nie dłuższy niż 50 lat, chyba że przedsiębiorca złożył wniosek o udzielenie koncesji na czas krótszy.

Znacznie bardziej rozbudowany jest katalog rodzajów działalności wymagających uzyskania przez przedsiębiorcę wpisu do rejestru działalności regulowanej, prowadzonego przez organy administracji publicznej. Obejmuje on m.in.:

- organizowanie wyścigów konnych,
- wytwarzanie i magazynowanie biokomponentów,
- wytwarzanie wyrobów tytoniowych,

[11] Art. 46[1] ustawy o swobodzie działalności gospodarczej.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

- prowadzenie indywidualnej praktyki lekarskiej,
- prowadzenie indywidualnej praktyki pielęgniarskiej,
- prowadzenie domu składowego,
- usługi detektywistyczne,
- prowadzenie kantoru,
- prowadzenie stacji kontroli pojazdów.
- wyrób lub rozlew wyrobów winiarskich.

Działalność gospodarcza regulowana może być podjęta po spełnieniu określonych warunków, które są zróżnicowane dla poszczególnych rodzajów działalności. Najczęściej od przedsiębiorców wymaga się:

- posiadania odpowiednich środków majątkowych i bazy materiałowej,
- złożenia zabezpieczenia majątkowego,
- zatrudnienia osób o odpowiednich kwalifikacjach,
- opracowania i wdrożenia wewnętrznego systemu oceny jakości lub kontroli.

Wpisu do rejestru działalności regulowanej dokonuje organ prowadzący rejestr działalności regulowanej na wniosek przedsiębiorcy i po oświadczeniu przez niego, że spełnia warunki wymagane do wykonywania danej działalności gospodarczej. Przedsiębiorca podlegający wpisowi do ewidencji może złożyć wniosek wraz z oświadczeniem również w urzędzie gminy, wskazując organ prowadzący rejestr działalności regulowanej. Działalność gospodarcza, której wykonywanie wiąże się z zachowaniem szczególnych warunków w zakresie bezpieczeństwa produkcji towarów lub świadczenia usług, wymaga uzyskania zezwolenia, licencji lub zgody ze strony odpowiednich organów. Zezwolenie jest wymagane m.in. na prowadzenie działalności bankowej, ubezpieczeniowej, maklerskiej, obrót hurtowy napojami alkoholowymi, sprzedaż napojów alkoholowych przeznaczonych do spożycia w miejscu lub poza miejscem sprzedaży, zbiorowe zaopatrzenie w wodę i odprowadzanie ścieków oraz wytwarzanie i import produktów leczniczych.

Decyzję w sprawie zezwolenia może otrzymać tylko podmiot mający status przedsiębiorcy, a więc osoba fizyczna wpisana do ewidencji działalności gospodarczej lub osoba prawna wpisana do rejestru przedsiębiorców w KRS. Niekiedy warunkiem uzyskania zezwolenia jest posiadanie przez przedsiębiorcę określonej formy organizacyjnej (np. spółki akcyjnej) i dysponowanie określonym majątkiem. W niektórych przypadkach uzyskanie zezwolenia

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

wiąże się z uprzednim wyrażeniem zgody na utworzenie przedsiębiorstwa (np. banku).

Uzyskanie licencji wymagane jest dla podjęcia działalności gospodarczej w dziedzinie transportu drogowego (w tym przewozu osób taksówką oraz międzynarodowego transportu drogowego) i transportu kolejowego. Licencja wydawana jest na wniosek przedsiębiorcy na czas określony, po spełnieniu szeregu warunków formalnych i materialnych określonych ustawowo[12].

W dwóch przypadkach dla legalnego podjęcia działalności gospodarczej w Polsce potrzebne jest uzyskanie zgody. Dotyczy to prowadzenia systemu płatności (zgody udziela Prezes Narodowego Banku Polski) i systemu rozrachunku papierów wartościowych (zgody udziela Komisja Nadzoru Finansowego).

Na podstawie prawa unijnego działalność gospodarczą w Polsce mogą podejmować samodzielnie osoby fizyczne i prawne mające siedzibę w kraju należącym do Europejskiego Obszaru Gospodarczego (28 krajów członkowskich UE oraz Norwegia, Islandia i Liechtenstein) na zasadzie traktowania narodowego.

1.3. Klasyfikacja przedsiębiorstw

Działalność gospodarczą prowadzą różne podmioty gospodarcze. Wiele z nich należy do osób fizycznych, inne do spółek, a jeszcze inne są własnością Skarbu Państwa lub samorządu terytorialnego. Wśród podmiotów prowadzących działalność gospodarczą dominują przedsiębiorstwa, a mniejszą rolę w życiu gospodarczym odgrywają podmioty niebędące przedsiębiorstwami, jak zakłady budżetowe, fundacje, agencje itp.

Zgodnie z art. 55^1 Kodeksu cywilnego „przedsiębiorstwo jest zorganizowanym zespołem składników materialnych i niematerialnych przeznaczonym do prowadzenia działalności gospodarczej. Obejmuje ono w szczególności:

- oznaczenie indywidualizujące przedsiębiorstwo lub jego wyodrębnione części (nazwa przedsiębiorstwa),

[12] Inny charakter mają licencje zawodowe dające osobom posiadającym specjalne kwalifikacje uprawnienie do wykonywania określonego zawodu.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

- własność nieruchomości lub ruchomości, w tym urządzeń, materiałów, towarów i wyrobów, oraz inne prawa rzeczowe do nieruchomości lub ruchomości,
- prawa wynikające z umów najmu i dzierżawy nieruchomości lub ruchomości oraz prawa do korzystania z nieruchomości lub ruchomości wynikające z innych stosunków prawnych,
- wierzytelności, prawa z papierów wartościowych i środki pieniężne,
- koncesje, licencje i zezwolenia,
- patenty i inne prawa własności przemysłowej,
- majątkowe prawa autorskie i majątkowe prawa pokrewne,
- tajemnice przedsiębiorstwa,
- księgi i dokumenty związane z prowadzeniem działalności gospodarczej"[13].

Przedsiębiorstwo w sensie ekonomicznym „stanowi wyodrębnioną z całej gospodarki narodowej jednostkę gospodarczą, społeczną i techniczną, utworzoną w celu trwałego zarobkowego zaspokajania potrzeb osób trzecich na rynku. Kierownictwo tej jednostki podejmuje decyzje samodzielnie i na własne ryzyko"[14]. Przedsiębiorstwo posiada określone zasoby kapitałowe w postaci dóbr materialnych i wartości niematerialnych oraz prawnych, które wykorzystuje przez dłuższy czas w celach zarobkowych, zaspokajając dostarczonymi wyrobami lub usługami potrzeby klientów, ma samodzielność decyzyjną i prowadzi działalność, ponosząc związane z tym ryzyko, tzn. musi liczyć się z możliwością poniesienia strat, a nawet utraty całego kapitału[15].

Od innych podmiotów występujących na rynku przedsiębiorstwo odróżniają następujące cechy:

- występowanie na rynku towarów i usług jednocześnie w roli sprzedawcy i nabywcy oraz powiązanie z rynkiem finansowym,
- działanie na własny rachunek i własne ryzyko,

[13] Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (tekst jedn. Dz. U. z 2017 r., poz. 459 z późn. zm.), dalej: k.c.

[14] J. Kortan, *Podstawy ekonomiki i zarządzania przedsiębiorstwem*, C.H. Beck, Warszawa 1997, s. 72.

[15] S. Sudoł, *Przedsiębiorstwo. Podstawy nauki o przedsiębiorstwie. Teorie i praktyka zarządzania*, TNOiK „Dom Organizatora", Toruń 1999, s. 41–43.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

- ponoszenie finansowej odpowiedzialności za zobowiązania pieniężne.

Funkcjonujące w gospodarce każdego kraju przedsiębiorstwa różnią się pod wieloma względami, a mianowicie pod względem własności, formy prawnej przedsiębiorstwa, rodzaju działalności, wielkości, terytorialnego zasięgu działania i innych kryteriów. Przyjmując za kryterium własność, wyróżnia się:

- przedsiębiorstwa prywatne (przedsiębiorstwa jednoosobowe i różnego rodzaju spółki, w tym także spółki europejskie[16]),
- przedsiębiorstwa państwowe (podmioty gospodarcze działające na podstawie ustawy o przedsiębiorstwie państwowym lub jednoosobowe spółki skarbu państwa),
- przedsiębiorstwa samorządu terytorialnego (przedsiębiorstwa komunalne mające charakter przedsiębiorstw użyteczności publicznej, agencje wykonawcze, instytucje gospodarki budżetowej),
- przedsiębiorstwa spółdzielcze (które są własnością członków spółdzielni),
- przedsiębiorstwa mieszane, np. przedsiębiorstwa państwowo-prywatne.

Jeżeli chodzi o formy prawne przedsiębiorstw wyróżnia się:

- przedsiębiorstwa jednoosobowe,
- spółki osobowe (jawne, partnerskie, komandytowe, komandytowo-akcyjne),
- spółki kapitałowe (z ograniczoną odpowiedzialnością, akcyjne, europejskie),
- przedsiębiorstwa państwowe,
- spółdzielnie,
- przedsiębiorstwa należące do podmiotów zagranicznych.

Wybór formy prawnej następuje przy tworzeniu nowego przedsiębiorstwa oraz w trakcie rozwoju i przekształcenia przedsiębiorstwa, aby lepiej wykorzystać jego perspektywy rozwojowe. Do najważniejszych czynników decydujących o wyborze formy prawnej przedsiębiorstwa należą:

[16] Spółka europejska stanowi ponadnarodową odmianę spółki akcyjnej, uregulowaną w prawie europejskim. Jej kapitał zakładowy wyrażony jest w euro i nie może być niższy niż 120 tys. euro. Może ona prowadzić rachunkowość w euro. Zob. *Spółka europejska*, https://prawo.money.pl/iep/haslo,spolka;europejska,898.html [dostęp: 15.01.2018].

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

- przewidywany rodzaj działalności (np. bank może mieć formę tylko spółki akcyjnej, spółdzielni lub przedsiębiorstwa państwowego),
- wymogi założycielskie (konieczność sporządzenia aktu założycielskiego, kwota kapitału założycielskiego, liczba założycieli, np. w przypadku spółdzielni co najmniej 10 osób fizycznych lub 3 osoby prawne),
- obciążenia podatkowe,
- zakres odpowiedzialności za zobowiązania przedsiębiorstwa (np. w przedsiębiorstwie jednoosobowym i spółkach osobowych odpowiedzialność rozciąga się także na majątek osobisty przedsiębiorców),
- możliwość finansowania działalności (np. przedsiębiorstwa jednoosobowe mają ograniczone możliwości pozyskania kapitału ze źródeł zewnętrznych).

W Polsce najliczniejsze są **przedsiębiorstwa jednoosobowe**. Według danych na koniec czerwca 2015 r. działalność gospodarczą prowadziło 2 mln przedsiębiorstw jednoosobowych i spółek cywilnych, przy ogólnej liczbie 2,3 mln aktywnych przedsiębiorstw w Polsce[17]. Przedsiębiorstwo jednoosobowe – niezależnie od liczby zatrudnionych pracowników – należy do jednego właściciela, będącego osobą fizyczną. Jest on dawcą kapitału, kieruje przedsiębiorstwem oraz odpowiada wobec wierzycieli całym swoim majątkiem, nie tylko przedsiębiorstwa, ale także prywatnym. Podstawowe zalety takiej formy prowadzenia przedsiębiorstwa to: łatwość założenia i ewentualnie zamknięcia firmy, niskie koszty z tym związane, poczucie dumy z własności i możliwość korzystania w pełni z osiąganych zysków. Natomiast słabymi stronami przedsiębiorstwa jednoosobowego z punktu widzenia jego właściciela są: konieczność liczenia wyłącznie na własne siły, nieograniczona odpowiedzialność właściciela za wszelkie zobowiązania firmy i ograniczone możliwości rozwojowe na skutek występowania bariery kapitałowej.

Spółki osobowe opierają swoją działalność na osobistej pracy wspólników, przy czym w przypadku spółki cywilnej i spółki jawnej każdy wspólnik odpowiada całym swoim majątkiem za zobowiązania spółki. Natomiast w przypadku spółki komandytowej i komandytowo-akcyjnej co najmniej jeden komplementariusz ponosi nieograniczoną odpowiedzialność za zobowiązania

[17] Centralny Ośrodek Informacji Gospodarczej. *Spis polskich firm,* www.coig.com.pl [dostęp: 16.01.2018].

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

spółki, a pozostali wspólnicy (komandytariusze) odpowiadają do wysokości tzw. sumy komandytowej.

Spółki kapitałowe (spółki akcyjne, spółki z ograniczoną odpowiedzialnością), które mogą być utworzone przez jedną lub więcej osób, posiadają osobowość prawną i służą pozyskiwaniu kapitałów o większej wartości. Wspólnicy schodzą przy tym na drugi plan, a na pierwsze miejsce wysuwa się udział w kapitale zakładowym spółki. Wspólnicy (udziałowcy i akcjonariusze) ponoszą odpowiedzialność tylko do kwoty wniesionych kapitałów i nie są zobowiązani do osobistej pracy na rzecz spółki[18].

Biorąc pod uwagę rodzaj działalności, przedsiębiorstwa dzielimy na:

- przedsiębiorstwa produkcyjne, wśród których są przedsiębiorstwa przemysłowe (wydobywcze i przetwórcze) i budowlane,
- przedsiębiorstwa świadczące usługi – przedsiębiorstwa handlowe, finansowe, transportowe, bankowe, ubezpieczeniowe, usług komunalnych, gastronomicznych, oświatowych i wiele innych,
- przedsiębiorstwa mieszane, które łączą produkcję ze świadczeniem określonych usług.

Pod względem wielkości przedsiębiorstwa dzielą się na mikro, małe, średnie i duże, przy czym głównym kryterium klasyfikacji jest liczba zatrudnionych pracowników (zob. tab. 1.1). Zgodnie z rekomendacją Komisji Europejskiej z maja 2003 r. precyzującą, kto może ubiegać się o wsparcie z różnych programów pomocowych, narodowych i unijnych, kryteriami klasyfikacji przedsiębiorstw według wielkości są: liczba zatrudnionych, obrót roczny, roczna suma bilansowa i niezależność przedsiębiorstwa.

[18] Rezygnujemy tutaj ze szczegółowego omówienia wszystkich form prawnych przedsiębiorstw, odsyłając do literatury fachowej. Zob. *Zarządzanie przedsiębiorstwem*, red. M. Stróżycki, Difin, Warszawa 2002, s. 112–125; A. Powałowski, S. Koroluk, *Podejmowanie działalności gospodarczej w świetle regulacji prawnych*, Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz-Gdańsk 2005, s. 53–67.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Tabela 1.1. Kryteria klasyfikacji przedsiębiorstw według wielkości zgodnie z rekomendacją Komisji Europejskiej z maja 2003 r.

Przedsiębiorstwo	Liczba zatrudnionych	Obrót roczny w mln euro	Roczna suma bilansowa w mln euro	Niezależność
Mikro	1 do 9	poniżej 2	poniżej 2	poniżej 25% głosów w posiadaniu innego przedsiębiorstwa
Małe	10 do 49	poniżej 10	poniżej 10	
Średnie	50 do 249	poniżej 50	poniżej 43	
Duże	250 i więcej	powyżej 50	ponad 43	

Źródło: Załącznik I do rozporządzenia Komisji (UE) nr 651/2014 z dnia 17 czerwca 2014 r. uznającego niektóre rodzaje pomocy za zgodne z rynkiem wewnętrznym w zastosowaniu art. 107–108 Traktatu.

Według geograficznego zasięgu działania wyróżnia się przedsiębiorstwa:

- lokalne,
- regionalne,
- krajowe,
- międzynarodowe,
- globalne.

Natomiast na podstawie kryterium terytorialnego rozczłonkowania przedsiębiorstwa wyróżnia się następujące firmy:

- jednozakładowe,
- wielozakładowe, które składają się z kilku zakładów zlokalizowanych na jednym terenie albo w znacznej od siebie odległości,
- sieciowe, które składają się z wielu oddziałów (filii), sklepów, restauracji, punktów usługowych lub kiosków umożliwiających świadczenie usług na większym terytorium.

Rodzaj przedsiębiorstwa ma istotne znaczenie dla finansowania jego działalności bieżącej i rozwojowej.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

ROZDZIAŁ 2

OGÓLNE ZAGADNIENIA FINANSOWANIA PRZEDSIĘBIORSTW

2.1. Istota finansowania działalności przedsiębiorstwa

Finanse w znaczeniu potocznym kojarzą się z pieniędzmi bądź zasobami pieniężnymi (funduszami), które są przeznaczone na pokrycie określonych wydatków. W naukach ekonomicznych finanse rozumiane są szerzej, a mianowicie:

- jako ogół zjawisk ekonomicznych związanych z gromadzeniem, przepływem i podziałem zasobów pieniężnych,
- jako stosunki ekonomiczne wynikające z gromadzenia, ruchu i wydatkowania pieniędzy[1].

Finanse związane są z gospodarką towarowo-pieniężną. Trudno zatem mówić o istnieniu finansów tam, gdzie nie występuje pieniądz, np. w gospodarce naturalnej, w której dokonuje się bezpośredniej wymiany jednego dobra na inną rzecz bądź usługę.

Natomiast **finansowanie** polega na pozyskiwaniu środków pieniężnych przez podmiot gospodarczy lub na dostarczaniu ich określonej jednostce gospodarczej w celu pokrycia jej bieżących wydatków lub zrealizowania planowanych przez nią zadań inwestycyjnych. Finanse pełnią bardzo ważną

[1] M. Wypych, *Finanse i instrumenty finansowe*, wyd. 4, Absolwent, Społeczna Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania w Łodzi, Łódź 2007, s. 18–20.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

rolę w działalności przedsiębiorstw w gospodarce rynkowej, która jest gospodarką pieniężną. Pieniądz warunkuje i determinuje funkcjonowanie każdego przedsiębiorstwa. Wszystkie decyzje zarządcze podejmowane w przedsiębiorstwach znajdują swoje odzwierciedlenie w kategoriach pieniężnych. Finansowy wymiar ma założenie firmy, jej działanie, cel, a także przyczyny i konsekwencje ewentualnego bankructwa[2]. Zakładając przedsiębiorstwo, trzeba mieć środki pieniężne na pokrycie kosztów z tym związanych, zakup niezbędnych czynników produkcji i spełnienie minimalnych wymogów odnośnie do kapitału zakładowego, jak ma to miejsce np. w przypadku spółki z ograniczoną odpowiedzialnością czy spółki akcyjnej. W trakcie funkcjonowania przedsiębiorstwo pozyskuje pieniądze z różnych źródeł na zakup majątku trwałego i majątku obrotowego, który podlega ciągłym przemianom z postaci mniej płynnej w bardziej płynną i na końcu w pieniądz. Bez zaangażowania odpowiedniej ilości środków finansowych nie jest możliwy ani rozwój przedsiębiorstwa, ani utrzymanie jego pozycji konkurencyjnej na rynku. Przedsiębiorstwo musi przy tym stale liczyć i porównywać osiągane dochody pieniężne z ponoszonymi wydatkami na bieżącą działalność i realizację projektów inwestycyjnych.

Charakter pieniężny ma podstawowy **cel działalności przedsiębiorstwa**, którym w świetle współczesnych teorii przedsiębiorstwa jest maksymalizacja jego wartości rynkowej w dłuższym okresie. Wzrost wartości rynkowej przedsiębiorstwa prowadzi do zwiększenia wartości rynkowej jego kapitału własnego, a tym samym zwiększenia korzyści majątkowych właścicieli przedsiębiorstwa. W przypadku przedsiębiorstw zorganizowanych w formie spółki akcyjnej pomnażanie wartości rynkowej przedsiębiorstwa znajduje wyraz we wzroście ceny jego akcji w dłuższej perspektywie czasowej i tym samym wartości dla akcjonariuszy (*shareholders value*)[3]. Realizacja tego celu wymaga podejmowania różnorodnych decyzji w zakresie wykorzystania majątku przedsiębiorstwa i źródeł jego finansowania, przy uwzględnieniu uwarunkowań wewnętrznych (struktura majątkowa firmy, organizacja

[2] J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa. Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 13–16.

[3] A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa 1999, s. 1.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

procesu produkcyjnego) i zewnętrznych (konkurencja na rynku, dostępność środków finansowych) prowadzonej przez przedsiębiorstwo działalności gospodarczej oraz związanego z tym ryzyka. Potrzebne jest też wszechstronne rozpoznanie czynników kreujących wartość przedsiębiorstwa, do których najczęściej zalicza się: stopę wzrostu przychodów netto ze sprzedaży, marżę zysku operacyjnego w ujęciu gotówkowym, stopę podatku dochodowego, inwestycje w kapitał obrotowy, koszt kapitału i okres trwania przewagi konkurencyjnej[4]. Niepowodzenie w zakresie kreowania wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa, tzn. nieuzyskanie przez nich satysfakcjonującej stopy zwrotu z zaangażowanego kapitału, przy akceptowalnym poziomie ryzyka inwestycyjnego, skutkuje wycofaniem środków przez właścicieli i przepływem kapitału do sektorów i przedsiębiorstw pozwalających uzyskać oczekiwaną stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału.

Długookresowa maksymalizacja wartości rynkowej przedsiębiorstwa jako jego cel strategiczny nie wyklucza istnienia innych celów, takich jak przetrwanie firmy, maksymalizacja zysku w dłuższej perspektywie czasowej, wzrost udziału w rynku, zwiększenie rentowności sprzedaży, utrzymanie na określonym poziomie zatrudnienia, uzyskanie optymalnej struktury majątku i kapitału w przedsiębiorstwie itp.

W świetle powyższych rozważań nie ulega wątpliwości, że funkcjonowanie każdego przedsiębiorstwa i jego wyniki finansowe w dużym stopniu zależą od decyzji dotyczących gromadzenia (pozyskiwania) i wydatkowania zasobów pieniężnych postawionych do jego dyspozycji. Jak dowodzi bowiem praktyka gospodarcza, z tych samych zasobów gospodarczych i w tych samych warunkach ekonomicznych można uzyskać diametralnie różne rezultaty. Konkretne wyniki danego przedsiębiorstwa w dużym stopniu zależą od jakości zarządzania jego finansami.

Proces zarządzania finansami przedsiębiorstwa obejmuje podejmowanie dwojakiego rodzaju decyzji:

- **decyzji finansowych**, dotyczących pozyskiwania kapitału niezbędnego do działalności przedsiębiorstwa, znajdujących odzwierciedlenie w strukturze

[4] A. Herman, A. Szablewski, *Orientacja na wzrost wartości współczesnego przedsiębiorstwa* [w:] *Zarządzanie wartością firmy*, red. A. Herman i A. Szablewski, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 1999, s. 48–50.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

jego **pasywów.** Początkowo fundusze są gromadzone w formie kapitału finansowego na zainicjowanie działalności operacyjnej, następnie w formie przychodów ze sprzedaży produktów uzyskanych w toku działalności operacyjnej oraz w wyniku powiązania przedsiębiorstwa z rynkiem finansowym (kredyty bankowe, emisja papierów wartościowych itp.);

- **decyzji inwestycyjnych**, dotyczących wykorzystania zgromadzonych kapitałów na finansowanie działalności operacyjnej i zamierzeń rozwojowych przedsiębiorstwa, w wyniku których kształtowana jest wielkość i struktura jego **aktywów** niezbędnych do prowadzenia działalności gospodarczej. Przedmiotem decyzji inwestycyjnych w przedsiębiorstwie jest też lokowanie wolnych środków pieniężnych w opłacalne instrumenty finansowe (lokaty bankowe, papiery wartościowe i inne instrumenty).

Oba rodzaje decyzji muszą być podporządkowane realizacji głównego celu przedsiębiorstwa, jakim jest, jak już wspomniano, maksymalizacja jego wartości rynkowej. W procesie zarządzania finansami przedsiębiorstwa trzeba stale mieć na uwadze konieczność utrzymywania płynności finansowej, czyli zdolności do terminowego regulowania zobowiązań. Brak płynności grozi utratą wiarygodności i w konsekwencji prowadzi do upadłości przedsiębiorstwa. Do analizy płynności finansowej wykorzystuje się przede wszystkim zestawienie planowanych wpływów i wydatków pieniężnych na okres nieprzekraczający jednego roku.

Do najważniejszych funkcji zarządzania finansami przedsiębiorstwa należą:

- kształtowanie poziomu i struktury majątku firmy stosownie do wymogów działalności operacyjnej,
- optymalizacja struktury kapitałowej przedsiębiorstwa z uwzględnieniem kosztów pozyskiwania środków finansowych,
- określenie kierunków i form inwestowania dostępnych środków finansowych oraz ocena i wybór projektów inwestycyjnych przewidzianych do realizacji,
- kontrola i analiza sytuacji finansowej przedsiębiorstwa oraz ocena uwarunkowań zewnętrznych wpływających na podejmowane decyzje inwestycyjne i finansowe,

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

- formułowanie zaleceń dla polityki podziału zysku w przedsiębiorstwie z uwzględnieniem jego celów strategicznych[5].

Realizacja powyższych funkcji wymaga odpowiedniej wiedzy i doświadczenia w zakresie finansów, a przede wszystkim znajomości instrumentów zarządzania finansami i związanego z tym ryzyka. W małych przedsiębiorstwach zarządzaniem finansami z reguły zajmuje się sam właściciel, natomiast w dużych przedsiębiorstwach funkcje związane z zarządzaniem finansami powierza się menedżerowi finansowemu wraz z zespołem specjalistów.

Menedżer finansowy przed podjęciem decyzji dotyczącej zainwestowania posiadanych środków pieniężnych powinien rozpatrzyć możliwe do uzyskania na rynku stopy zwrotu z alternatywnych inwestycji i uwzględnić związane z tym ryzyko. Porównuje się przy tym bieżące nakłady z przyszłymi korzyściami z danej inwestycji. Takie porównanie jest możliwe dzięki znajomości instrumentów odnoszących się do wartości pieniądza w czasie: wartości przyszłej FV (*future value*), wartości teraźniejszej PV (*present value*) i stopy procentowej (dyskontowej).

$$FV_n = PV\,(1 + r)^n \tag{2.1}$$

$$PV = FV_n / (1 + r)^n \tag{2.2}$$

gdzie: n – liczba lat, r – roczna stopa procentowa/dyskontowa, FV_n – wartość przyszła w roku n, PV – wartość teraźniejsza.

2.2. Pojęcie kapitału

Jednym z najważniejszych elementów w zarządzaniu finansami firmy jest **kapitał**. Jest to pojęcie wieloznaczne, różnie definiowane przez poszczególnych autorów. W makroekonomii kapitał to jeden z trzech podstawowych czynników produkcji, obok pracy i ziemi. Jest to kategoria ekonomiczna, która oznacza wartość mającą zdolność do dalszego wzrostu. Posiadanie kapitału umożliwia prowadzenie działalności gospodarczej, w wyniku której wzrasta jego wartość, gdy jest on właściwie wykorzystany, bądź następuje utrata jego

[5] *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, red. M. Wypych, Absolwent, Łódź 1999, s. 19–20.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

wartości, gdy jest nieodpowiednio użyty. Kapitał może też być rozumiany jako nagromadzone dobra służące do rozwoju produkcji oraz pieniądze przeznaczone na szeroko pojęte inwestycje[6].

W naukach o przedsiębiorstwie kapitał definiowany jest jako ogół zaangażowanych w danym przedsiębiorstwie pochodzących ze źródeł wewnętrznych i zewnętrznych, własnych i obcych, terminowych i nieterminowych zasobów pieniężnych[7]. Kapitał zainwestowany w przedsiębiorstwie, pierwotnie występujący w formie pieniężnej, stanowi jego majątek, czyli są to **aktywa** i dlatego w praktyce utożsamiany jest z aktywami przedsiębiorstwa. Przyjmuje on postać:

1) **majątku trwałego**, który obejmuje:
   - wartości materialne i prawne (wartość rynkowa firmy, patentów, znaków towarowych),
   - rzeczowy majątek trwały (środki trwałe i inwestycje w toku),
   - finansowy majątek trwały (udziały, akcje, obligacje),
   - należności długoterminowe;
2) **majątku obrotowego**, który obejmuje:
   - zapasy rzeczowych składników majątku,
   - należności i roszczenia,
   - krótkoterminowe papiery dłużne,
   - środki pieniężne.

W literaturze finansowej pod pojęciem kapitału rozumie się „te wszystkie elementy, które występują po stronie pasywów w bilansie przedsiębiorstwa i stanowią źródło finansowania składników majątkowych zgromadzonych w przedsiębiorstwie”[8]. Kapitał może pochodzić od właścicieli lub z zysku zatrzymanego w przedsiębiorstwie i wtedy nazywa się **kapitałem własnym**. Może też pochodzić od wierzycieli (kredyty bankowe, środki z emisji obligacji) i wtedy jest to **kapitał obcy**. W takim ujęciu struktura kapitału w przedsiębiorstwie jest utożsamiana ze strukturą pasywów, zwaną też strukturą finansowania.

---

6 K. Olfert, *Finanzierung*, Kiehl Verlag, Ludwigshafen 1992, s. 21.

7 W. Pomykało, *Encyklopedia biznesu*, Fundacja Innowacja, Warszawa 1995, s. 398.

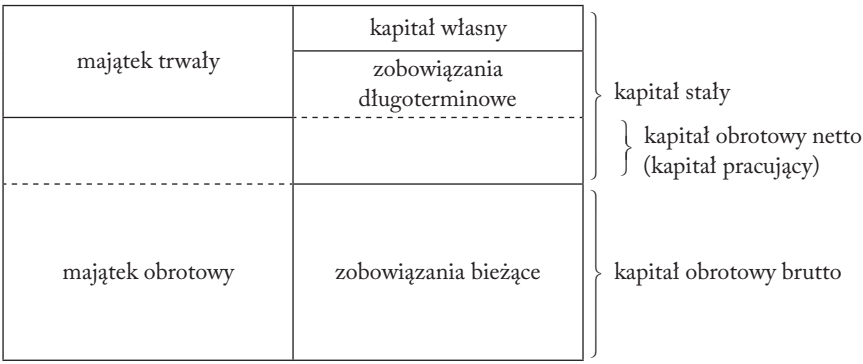
8 J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa…*, s. 79.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Pasywa, czyli kapitały finansujące działalności rozwojową (inwestycyjną) i operacyjną przedsiębiorstwa, dzielą się na:

- **kapitały własne**, którymi przedsiębiorstwo może dysponować bezterminowo,
- **zobowiązania bieżące** (do 1 roku), które obejmują krótkoterminowe kredyty bankowe i pożyczki, wyemitowane krótkoterminowe papiery dłużne, zobowiązania z tytułu dostaw i usług (kredyty handlowe) i zobowiązania z tytułu podatków oraz z tytułu wynagrodzeń pracowniczych,
- **zobowiązania długoterminowe** (powyżej 1 roku), składające się z długoterminowych kredytów bankowych i pożyczek, wyemitowanych obligacji i innych długoterminowych papierów dłużnych.

Kapitał własny oraz zobowiązania długoterminowe nazywane są **kapitałem stałym** przedsiębiorstwa, ponieważ pozostaje on do jego dyspozycji przez długi okres. Finansuje on zarówno majątek trwały, jak i przynajmniej część majątku obrotowego przedsiębiorstwa (zob. rys. 2.1). Ta część kapitału stałego, która jest przeznaczona na finansowanie środków obrotowych, nosi nazwę kapitału obrotowego netto lub kapitału pracującego (*working capital*)[9]. Przedsiębiorstwa utrzymują dodatni kapitał pracujący, aby zmniejszyć ryzyko utraty płynności finansowej.



Rysunek 2.1. Bilans księgowy przedsiębiorstwa
Źródło: A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 11–13.

[9] A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 11–13.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Kapitał jako wartość zaangażowanych w przedsiębiorstwie pieniędzy i innych składników majątkowych ulega transformacji (krąży) w wyniku zakupu środków trwałych i obrotowych oraz procesów produkcji i sprzedaży wyrobów gotowych. Majątek trwały zużywa się stopniowo w długoletnim okresie, przenosząc swoją wartość w postaci amortyzacji na gotowe produkty, natomiast majątek obrotowy zużywa się całkowicie w jednym cyklu produkcyjnym. Ruch okrężny kapitału w przedsiębiorstwie odbywa się na zasadzie formuły: pieniądz – towar – pieniądz.

2.3. Rodzaje finansowania przedsiębiorstw

Finansowanie przedsiębiorstwa, które w szerokim ujęciu obejmuje nie tylko pozyskiwanie kapitału, ale również procesy jego alokowania, w praktyce może odbywać się na wiele sposobów. Przedsiębiorstwo z reguły ma do wyboru szeroką gamę źródeł kapitału dostępnych na rynkach finansowych, a ponadto może finansować się ze źródła wewnętrznego, jakim jest samo przedsiębiorstwo. Dobór źródeł finansowania przedsiębiorstwa, a tym samym struktura kapitału w przedsiębiorstwie, zależy od następujących czynników:

- przedmiotu działalności i związanego z tym ryzyka finansowego, np. firma handlowa nieposiadająca majątku trwałego o większej wartości finansuje swoje krótkoterminowe należności głównie krótkoterminowymi zobowiązaniami,
- kondycji finansowej i perspektyw rozwojowych przedsiębiorstwa – jeżeli oceniane są one jako dobre, to przedsiębiorstwo ma łatwiejszy dostęp do rynków finansowych, na których dokonuje się alokacji kapitału,
- dostępności instrumentów finansowych, czyli form pozyskiwania środków pieniężnych, które są funkcją rozwoju rynków finansowych: kredytowego, pieniężnego i kapitałowego,
- wysokości „tarczy podatkowej" lub „osłony podatkowej", która polega na możliwości odliczenia od podstawy opodatkowania kwoty odsetek od kredytu bankowego, oprocentowania płaconego od wyemitowanych obligacji bądź kosztów leasingu, o ile oczywiście wynik finansowy przedsiębiorstwa przed opodatkowaniem jest dodatni, a przedsiębiorstwo nie płaci podatku w formie karty podatkowej lub ryczałtu,

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

- rzeczywistego kosztu poszczególnych form kapitału, który w dużym stopniu zależy od ryzyka związanego z inwestowaniem w majątek danego przedsiębiorstwa,
- sezonowego zapotrzebowania na kapitał – jeżeli zapotrzebowanie na kapitał jest duże tylko przez krótki okres w roku, to powinno ono być pokrywane kapitałem obcym, który po zwrocie wierzycielom nie generuje już kosztów finansowych[10].

Najczęściej za kryterium klasyfikacji sposobów finansowania przedsiębiorstw przyjmuje się źródło pochodzenia kapitału dopływającego do firmy i prawo własności kapitału. W zależności od tego, czy kapitał został dostarczony przedsiębiorstwu z zewnątrz, czy wypracowany przez samo przedsiębiorstwo, wyróżnia się finansowanie zewnętrzne i finansowanie wewnętrzne[11].

Finansowanie zewnętrzne oznacza, że kapitał pochodzi spoza przedsiębiorstwa. Dostarczany jest on do przedsiębiorstwa poprzez rynek kredytowy, pieniężny i kapitałowy, w wyniku obrotu towarowego (kredyty kupieckie) oraz w postaci szczególnych form finansowania (leasing, faktoring, forfaiting). W momencie tworzenia przedsiębiorstwa cały kapitał pochodzi ze źródeł zewnętrznych i dotyczy to zarówno środków zaangażowanych przez właścicieli firmy (np. kapitał zakładowy w spółce z o.o. i spółce akcyjnej), jak i środków udostępnionych w formie kredytów i pożyczek. W trakcie funkcjonowania przedsiębiorstwa już przez jakiś czas finansowanie zewnętrzne uzupełnia finansowanie wewnętrzne.

Finansowanie wewnętrzne, nazywane również **samofinansowaniem**, stanowi istotne źródło finansowania młodych i funkcjonujących już jakiś czas przedsiębiorstw, gwarantując im także dalszy rozwój. Finansowanie wewnętrzne polega na finansowaniu się przedsiębiorstwa z niepodzielonego zysku netto i odpisów amortyzacyjnych, pozyskiwaniu pieniędzy poprzez

---

[10] J. Ickiewicz, *Pozyskanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwach,* SGH, Warszawa 2004, s. 2004–2007.

[11] M. Dylewski, *Klasyczne podejście do finansowania działalności sektora MŚP* [w:] *Finanse małych i średnich firm. Innowacje, decyzje, procesy*, red. M. Dylewski, CeDeWu, Warszawa 2016, s. 27–29.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

przekształcenia struktury majątkowej (np. sprzedaż zbędnych składników majątkowych) i uwolnienie wcześniej utworzonych rezerw.

Biorąc pod uwagę własność kapitału i wynikającą z tego pozycję prawną kapitałodawcy, wyróżnia się **finansowanie własne** i **finansowanie obce**. Podstawą finansowania własnego jest **kapitał własny**, który obejmuje środki postawione do dyspozycji przedsiębiorstwa przez jego właścicieli. Kapitał własny może pochodzić zarówno ze źródeł wewnętrznych, jak i zewnętrznych (zob. tab. 2.1).

Tabela 2.1. Źródła kapitałów własnych w przedsiębiorstwie

Kapitały własne	
źródła wewnętrzne	źródła zewnętrzne
• zysk zatrzymany w przedsiębiorstwie • amortyzacja • przekształcenie struktury majątku przedsiębiorstwa	• dopłaty do udziałów przez dotychczasowych właścicieli • pozyskanie kapitału od kolejnych wspólników • emisja nowych akcji na rynku giełdowym lub pozagiełdowym • pozyskanie kapitału od funduszy *venture capital* (wysokiego ryzyka) • pozyskanie kapitału od aniołów biznesu (prywatnych inwestorów wnoszących do przedsiębiorstwa oprócz kapitału także fachowe doświadczenie)

Źródło: Opracowanie własne.

Dawcy kapitału własnego jako współwłaściciele przedsiębiorstwa mają wpływ na podejmowane w nim decyzje. Nie mają prawa do otrzymywania odsetek, ale uczestniczą w podziale wypracowanego zysku netto lub majątku w przypadku likwidacji przedsiębiorstwa (jednak po uprzednim zaspokojeniu roszczeń wierzycieli). Kapitał własny nie może być w zasadzie wycofany z przedsiębiorstwa, ale w trakcie jego funkcjonowania może zmienić się właściciel kapitału własnego. Znaczenie kapitału własnego jest trojakie: pełni on funkcję założycielską, gwarancyjną i służy do finansowania działalności przedsiębiorstwa. Przedsiębiorstwo ma wolną rękę w wykorzystaniu kapitału własnego.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Podstawą finansowania obcego jest **kapitał obcy**, który stanowią środki finansowe postawione do dyspozycji przedsiębiorstwa przez wierzycieli na czas ograniczony. Finansowanie obce obejmuje różne źródła kapitałów (zob. tab. 2.2). Spośród wymienionych w tabeli form finansowania obcego w Polsce największe znaczenie mają kredyty bankowe, kredyty handlowe i leasing.

Tabela 2.2. Źródła kapitałów obcych w przedsiębiorstwie

Kapitały obce	
kapitały długoterminowe	kapitały krótkoterminowe
• bankowe kredyty długoterminowe • poręczenia kredytowe (ułatwiają dostęp do kredytów lub pożyczek) • leasing • pożyczki od koncernu (matki) dla spółek zależnych (córek) • obligacje • obligacje śmieciowe (wysokiego ryzyka) • dotacje z budżetu państwa • środki z funduszy pomocowych UE • pożyczki pozabankowe (np. z Funduszu Pracy)	• bankowe kredyty krótkoterminowe • kredyty od dostawców (kredyty handlowe) • kredyty od odbiorców (zaliczki) • faktoring • pożyczki pozabankowe • krótkoterminowe papiery dłużne • zobowiązania wobec pracowników

Źródło: Opracowanie własne.

Kapitał obcy umożliwia poszerzenie bazy finansowania przedsiębiorstwa i tym samym pozwala zwiększyć rozmiary działalności gospodarczej. Kapitał obcy powinien zostać zwrócony w określonym terminie. Niedotrzymanie tego terminu może być powodem postawienia firmy w stan upadłości przez wierzycieli. Podmioty wnoszące do przedsiębiorstwa kapitał obcy w formie kredytów lub pożyczek, bądź osoby nabywające wyemitowane przez przedsiębiorstwo papiery dłużne, mają prawo do wynagrodzenia w formie odsetek, ale nie mają prawa głosu w sprawach przedsiębiorstwa. Wierzyciele mogą jednak narzucić kredytobiorcom, w wyniku umieszczenia w umowie kredytowej specjalnych klauzul, tzw. *covenants*, pewne ograniczenia, np. dotyczące zakazu wypłacania dywidendy udziałowcom do czasu spłaty kredytu[12].

[12] Szerzej na temat *covenants* zob. E. Gostomski, *Covenants jako instrumenty ograniczania ryzyka kredytowego* [w:] *Globalizacja w gospodarce światowej*, Instytut Handlu Zagranicznego, Sopot 2002, s. 68–74.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Mogą też wpływać na wykorzystanie kredytu i mają prawo monitorować go do czasu pełnej spłaty. Istotną cechą odróżniającą kapitał obcy od kapitału własnego jest uprzywilejowanie tego pierwszego w przypadku upadłości lub likwidacji przedsiębiorstwa. W tabeli 2.3. porównano cechy kapitału własnego i kapitału obcego.

Tabela 2.3. Zestawienie porównawcze cech kapitału własnego i obcego

Kapitał własny	Kapitał obcy
• brak konieczności spłaty • wypłata dywidendy nieobowiązkowa • dywidenda wypłacana jest z zysku netto – nie ma wpływu na podstawę opodatkowania • wysoki udział w kapitale całkowitym świadczy o sile i niezależności finansowej • swoboda wykorzystania • wpływ kapitałodawców na decyzje podejmowane w przedsiębiorstwie • zwrot kapitału następuje dopiero po zaspokojeniu roszczeń wierzycieli • brak gwarancji zwrotu	• konieczność spłaty kapitału • obligatoryjność spłaty odsetek • odsetki stanowią koszt uzyskania przychodu • wysoki udział w pasywach zwiększa ryzyko finansowe przedsiębiorstwa • możliwość wprowadzenia ograniczeń w zakresie wykorzystania – celowość przeznaczenia • kapitałodawca nie ma wpływu na decyzje firmy • uprzywilejowanie inwestorów w kwestiach zwrotu kapitału z masy upadłościowej • gwarancja zwrotu

Źródło: A. Skowronek-Mielczarek, *Źródła zewnętrznego finansowania małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, SGH, Warszawa 2002, s. 66.

2.4. Planowanie finansowe w przedsiębiorstwie

Niezbędnym warunkiem racjonalnego gospodarowania i osiągania nakreślonych celów handlowych i finansowych w przedsiębiorstwie jest planowanie. Polega ono na przewidywaniu i aktywnym kształtowaniu przyszłych działań ekonomicznych i ich wyników finansowych. Zadaniem planowania jest podejmowanie trafnych decyzji, sprzyjających zmniejszeniu niepewności i ryzyka oraz pełniejsza realizacja celów przedsiębiorstwa, takich jak wzrost jego wartości rynkowej, zwiększenie udziału w rynku i zachowanie płynności finansowej. Istotnym elementem ogólnego procesu planowania działalności

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

w przedsiębiorstwie jest **planowanie finansowe**. Powinno ono być skoordynowane z planowaniem zaopatrzenia, produkcji i sprzedaży.

Planowanie finansowe jest procesem, w którym:

- analizowane są związki pomiędzy rzeczowymi i finansowymi aspektami dostępnych wariantów działań,
- podejmowane są decyzje dotyczące wyboru wariantu działań satysfakcjonującego decydentów,
- kontrolowany jest przebieg procesów gospodarczych oraz dokonywana jest ocena stopnia realizacji planowanych efektów[13].

Planowanie finansowe obejmuje wszystkie procesy gospodarcze, które mogą zaistnieć w przedsiębiorstwie i powodują przepływ środków finansowych. Proces planistyczny w przedsiębiorstwie zaczyna się od sporządzenia prognozy sprzedaży na okres najbliższych pięciu lat. Następnie określa się aktywa niezbędne do osiągnięcia prognozowanej sprzedaży i środki finansowe potrzebne do ich sfinansowania. Efektem planowania finansowego jest plan finansowy; reguluje on następujące zagadnienia:

- ustala zapotrzebowanie na kapitał w przedsiębiorstwie w poszczególnych okresach w podziale na kapitał własny i kapitał obcy oraz określa źródła pozyskania środków finansowych,
- ustala strategię lokowania nadwyżek środków finansowych na rynku finansowym,
- określa najefektywniejszy sposób sfinansowania niedoboru środków finansowych w przedsiębiorstwie.

Ponieważ planowanie jest narzędziem optymalizacji decyzji i ich realizacji, powinno ono uwzględniać zmiany w otoczeniu zewnętrznym przedsiębiorstwa. Zatem w razie zmiany uwarunkowań zewnętrznych w działalności przedsiębiorstwa konieczna jest aktualizacja jego planów. W zakresie planowania długookresowego niezbędną elastyczność zapewnia się przez opracowanie przynajmniej dwóch wariantów planu finansowego: na okres ożywienia gospodarczego i stagnacji[14].

[13] J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa…*, s. 223–225.

[14] W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2007, s. 106.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Plan finansowy dużego przedsiębiorstwa jest obszernym dokumentem, natomiast plany finansowe najmniejszych firm często mają postać wyłącznie zamysłów w głowie jej właściciela lub dyrektora. Plan finansowy zwykle obejmuje następujące elementy:

- plan kasowy, nazywany budżetem lub preliminarzem obrotów gotówkowych, który służy do sterowania płynnością firmy i obejmuje przewidywane wpływy i wydatki gotówki w poszczególnych miesiącach (w okresie co najmniej 6 miesięcy) oraz określa sposoby pokrycia przejściowych niedoborów i wykorzystania nadwyżek gotówki (zob. tab. 2.4),
- prognozowany bilans firmy na określony dzień w przyszłości,
- zespół wskaźników ilustrujących przewidywaną zyskowność i płynność finansową firmy, a także inne wskaźniki niezbędne do oceny jej przyszłej sytuacji finansowej.

Przy sporządzaniu planu finansowego firmy pomocne są modele ekonometryczne i analiza wrażliwości przeprowadzona w oparciu o zbudowany uprzednio model[15]. W nowocześnie zorganizowanym przedsiębiorstwie plan kasowy przedsiębiorstwa, który jest najważniejszym elementem ogólnego planu finansowego, sporządza się w systemie informatycznym zainstalowanym do obsługi finansowo-księgowej. W tabeli 2.4. przedstawiono przykładowy plan kasowy przedsiębiorstwa na pierwsze 6 miesięcy przyszłego roku.

Zaprezentowany preliminarz obrotów gotówkowych uwzględnia planowane wpływy i wydatki gotówkowe oraz wzrost minimalnej rezerwy gotówki. W dwóch miesiącach (w lutym i czerwcu) wydatki będą większe od wpływów gotówki. Niedobór gotówki zostanie pokryty z nadwyżki gotówki w poprzednich miesiącach.

[15] W. Dębski, *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 124–156.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Tabela 2.4. Przykładowy preliminarz obrotów gotówkowych spółki za pierwsze 6 miesięcy następnego roku (w tys. zł)

Lp.	Wyszczególnienie	Miesiące					
		I	II	III	IV	V	VI
1	Sprzedaż	12 500	12 500	12 500	12 500	12 500	12 500
	a) za gotówkę	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000
	b) w kredycie	7 500	7 500	7 500	7 500	7 500	7 500
2	Wpływy ze sprzedaży ubiegłorocznej	5 760	4 608	–	–	–	–
3	Wpływy ze sprzedaży kredytowej	–	1 500	7 500	7 500	7 500	7 500
4	Ogółem wpływy ze sprzedaży (1a + 2 + 3)	10 760	11 108	12 500	12 500	12 500	12 500
5	Sprzedaż papierów wartościowych	–	–	–	–	–	5 500
6	Wpływy ogółem (4 + 5)	10 760	11 108	12 500	12 500	12 500	18 000
7	Wydatki						
	a) zobowiązania wobec dostawców	3 130	3 350	3 350	3 450	3 450	3 450
	b) wynagrodzenia i świadczenia społeczne	2 662	2 662	2 662	2 662	2 662	2 662
	c) inne wydatki administracyjne	2 280	2 480	2 480	2 560	2 560	2 560
	d) koszty finansowe	780	780	700	700	700	700
	e) spłata kredytu	–	–	2 500	–	–	2 500
	f) podatek	620	620	620	640	640	640
	g) zakupy inwestycyjne	–	2 000	–	1 000	–	–
	h) wypłata dywidendy	–	–	–	–	–	9 935
	Razem od a) do h)	9 472	11 892	12 312	11 012	10 012	22 447
8	Wzrost stanu minimalnej rezerwy gotówkowej	–	–	50	–	–	–
9	Nadwyżka (niedobór) (6 – 7 – 8)	1 288	(784)	138	1 488	2 488	(4 447)
10	Skumulowana nadwyżka (niedobór)	1 288	504	642	2 130	4 618	171

Źródło: W. Dębski, *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 175.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

ROZDZIAŁ 3

FINANSOWANIE DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ KAPITAŁEM WŁASNYM

3.1. Pozyskiwanie kapitału własnego ze źródeł wewnętrznych

3.1.1. Kapitał własny w wybranych formach organizacyjno-prawnych przedsiębiorstw

Kapitał własny, który jest wnoszony do przedsiębiorstwa przez jego właścicieli i następnie pomnażany w trakcie prowadzenia działalności gospodarczej, stanowi podstawę ekonomicznej i prawnej samodzielności każdej firmy. Jak pisze Wiesław Dębski: „posiadanie przez przedsiębiorstwo kapitału własnego daje mu poczucie stabilizacji, suwerenności finansowej oraz swobodę w podejmowaniu decyzji, gdyż w miarę wzrostu jego udziału w całości kapitału w dyspozycji przedsiębiorstwa rośnie jego wiarygodność kredytowa, czyli zmniejsza się ryzyko jego finansowania przez wierzycieli. Powoduje to zarazem zmniejszenie się kosztu obsługi zadłużenia”[1].

Kapitał własny to część majątku przedsiębiorstwa, która należy do właścicieli zainwestowanego kapitału. W zależności od formy prawnej podmiotu gospodarczego występuje on w różnych postaciach (zob. tab. 3.1).

[1] *Ibidem*, s. 383.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Tabela 3.1. Kapitały własne w wybranych formach prawnych przedsiębiorstw

Spółka z o. o.	Spółka akcyjna	Spółdzielnia	Przedsiębiorstwo państwowe
kapitały statutowe (założycielskie)			
kapitał zakładowy (udziałowy)	kapitał zakładowy (akcyjny)	fundusz udziałowy	fundusz założycielski
fundusze zapasowe			
kapitał zapasowy	kapitał zapasowy	fundusz zasobowy	fundusz przedsiębiorstwa
fundusze rezerwowe z aktualizacji wyceny środków trwałych inne fundusze tworzone z zysku do podziału			

Źródło: Opracowanie własne.

Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością

Istnienie i działalność przedsiębiorstwa w formie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością opiera się na kapitale zakładowym (udziałowym), który dzieli się na udziały wzniesione przez wspólników w formie pieniężnej lub rzeczowej (aporty). W Polsce wartość minimalna udziału wynosi 50 zł, a minimalny kapitał zakładowy spółki z o.o. 5 tys. zł. Podwyższenie kapitału zakładowego może nastąpić albo na podstawie dotychczasowej umowy spółki upoważniającej zarząd do podwyższenia kapitału, albo na podstawie zmiany statutu dokonanej przez walne zgromadzenie (uchwała w tej sprawie musi zapaść większością trzech czwartych głosów przy reprezentowaniu co najmniej połowy kapitału zakładowego). Zmiany dotyczące kapitału zakładowego muszą następnie być zgłoszone do KRS. Podwyższenie kapitału zakładowego następuje przez ustanowienie nowych udziałów lub podwyższenie już istniejących.

Pierwszy sposób powiększenia kapitału własnego stosowany jest w spółkach, w których udziały są równe i każdy wspólnik może mieć więcej niż jeden udział. Natomiast drugi sposób – powiększenie kapitału przez podwyższenie dotychczasowych udziałów – stosowany jest w spółkach z o.o., w których każdy wspólnik ma tylko jeden udział, ale o zróżnicowanej wysokości. Podwyższenia udziałów nie należy mylić z dopłatami do kapitału własnego,

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

które mogą wystąpić w związku z sanacją przedsiębiorstwa. Choć dopłaty te nakładane są w relacji do udziałów, to nie zwiększają ich wysokości[2].

Nowe udziały obejmowane są przez dotychczasowych wspólników lub nowych. Jeżeli udziały są obejmowane po cenie wyższej od wartości nominalnej, to nadwyżka (agio) zasila kapitał zapasowy spółki.

W spółce z o.o. może nastąpić obniżenie kapitału zakładowego, najczęściej w celu pokrycia straty bilansowej. Obniżenie kapitału następuje przez zmniejszenie wysokości udziałów, zmniejszenie liczby udziałów bądź umorzenie części udziałów.

Formami kapitału własnego w spółce z o.o. są też kapitał (fundusz) zapasowy i fundusz rezerwowy**.** Odpisów na te fundusze dokonuje się przede wszystkim z zysku po opodatkowaniu. Fundusz zapasowy przeznaczony jest na pokrycie strat bilansowych spółki. Może być także wykorzystany do podwyższenia kapitału zakładowego. Natomiast fundusz rezerwowy tworzony jest w celu pokrycia szczególnych strat i zabezpieczenia finansowania określonych projektów.

Spółka akcyjna

Kapitał zakładowy (przed 2000 rokiem nazywany akcyjnym) składa się z akcji o równej wartości nominalnej, która nie może być niższa niż jeden grosz. Na kapitale zakładowym opiera się byt spółki – stanowi on fundusz zaspokajania roszczeń wierzycieli i uwzględniany jest przy ocenie zdolności kredytowej spółki. Wartość kapitału zakładowego spółki akcyjnej równa jest iloczynowi liczby wyemitowanych akcji zwykłych i uprzywilejowanych co do głosu lub dywidendy i ich wartości nominalnej. Kapitał zakładowy może byś wniesiony do spółki w formie pieniężnej lub rzeczowej (aport). Jest on gromadzony w trakcie tworzenia spółki, a następnie w wyniku kolejnych emisji akcji. W stadium zawiązywania spółki akcyjnej nie jest wymagana pełna wpłata kapitału akcyjnego, którego minimalna kwota wynosi 100 tys. zł – wystarczy pokrycie w gotówce jednej czwartej tej sumy.

W spółce akcyjnej obligatoryjne jest tworzenie kapitału zapasowego, który stanowi integralną część jej kapitałów własnych. Pierwszym źródłem

[2] J. Ickiewicz, *Pozyskiwanie, koszt i struktura kapitału*…, s. 70.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

jego tworzenia jest agio, stanowiące różnicę między ceną emisyjną a ceną nominalną akcji. Kolejnym źródłem zasilania kapitału zapasowego są obowiązkowe odpisy z czystego zysku w wysokości co najmniej 8% tego zysku w każdym roku obrachunkowym. Dzieje się tak do czasu, aż spółka zgromadzi kapitał zapasowy w wysokości odpowiadającej jednej trzeciej jej kapitału zakładowego. W spółce akcyjnej, podobnie jak w spółce z o.o., obligatoryjnie tworzony jest też fundusz (kapitał rezerwowy) z aktualizacji wyceny środków trwałych. Ponadto spółka może tworzyć inne rezerwy w celu zabezpieczenia się na wypadek powstania strat. Źródłem tych rezerw najczęściej jest zysk do podziału lub ich tworzenie obciąża bieżące koszty przedsiębiorstwa[3].

Spółdzielnia

W spółdzielniach kapitały własne obejmują: fundusz udziałowy, fundusz zasobowy, fundusz rezerwowy i ewentualnie inne fundusze celowe. Fundusz udziałowy zasilany jest w wyniku wnoszenia udziałów członkowskich, odpisami z zysku i środkami z funduszu zasobowego. Fundusz zasobowy tworzony jest natomiast głównie z wpłaty wpisowego i odpisów z nadwyżki bilansowej (co najmniej 5% nadwyżki w każdym roku obrachunkowym). Zwiększa się go także o wartość majątku trwałego i innych składników majątkowych finansowanych ze środków własnych przeznaczonych na inwestycje, zmniejsza zaś o umorzenie środków trwałych niepodlegających amortyzacji. Z funduszu zasobowego spółdzielnia pokrywa straty w przypadku ich wystąpienia, a gdy okaże się on niewystarczający, następuje uszczuplenie środków funduszu udziałowego lub innych funduszy**.** Fundusz rezerwowy tworzony jest z aktualizacji wyceny środków trwałych i odpisów z zysku na pokrycie obecnych i przyszłych strat spółdzielni.

Członek spółdzielni może z niej wystąpić, wówczas zwraca mu się udziały. Zwrot udziałów następuje też w przypadku śmierci członka spółdzielni. Na skutek powyższych okoliczności, a także z powodu przyjmowania do spółdzielni nowych członków, zmiany wysokości wpisowego i udziałów oraz dokonywania odpisów z zysku, wartość kapitałów własnych spółdzielni ciągle się zmienia.

[3] *Ibidem*, s. 77–79.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Przedsiębiorstwo państwowe

Poziom kapitału własnego w przedsiębiorstwach państwowych w dużym stopniu określony jest przez regulacje prawne dotyczące wyłącznie tych przedsiębiorstw. Generalnie ze względu na pobieraną wcześniej obligatoryjną dywidendę, a od początku 1996 r. z uwagi na obowiązkową wypłatę z zysku i słabe wyniki finansowe przedsiębiorstw państwowych, możliwości zwiększenia w nich kapitału własnego są mniejsze niż w przedsiębiorstwach prywatnych[4].

Kapitały własne w przedsiębiorstwie państwowym dzielą się na: fundusz założycielski, fundusz przedsiębiorstwa, fundusz z aktualizacji wyceny i niepodzielony zysk. Odzwierciedlają one wartość majątku, którym dysponują przedsiębiorstwa ciągle jeszcze niesprywatyzowane i nieprzekształcone w jednoosobowe spółki Skarbu Państwa.

Fundusz założycielski przedsiębiorstwa, który można przyrównać do kapitału zakładowego w spółce akcyjnej, jest wkładem majątkowym państwa w dane przedsiębiorstwo albo kapitałem wniesionym przez Skarb Państwa do przedsiębiorstwa państwowego. Fundusz ten ulega zwiększeniu w wyniku dotacji budżetowych na cele rozwojowe, umorzenia kredytu finansowego przez budżet państwa lub przejęcia środków trwałych od innego przedsiębiorstwa państwowego. Natomiast **fundusz przedsiębiorstwa,** który zbliżony jest do kapitału zapasowego w spółce prawa handlowego, stanowi efekt dorobku przedsiębiorstwa w okresie jego funkcjonowania. Podstawowe źródło zwiększania tego funduszu to zysk netto pozostawiony do dyspozycji przedsiębiorstwa (strata bilansowa zmniejsza wartość funduszu przedsiębiorstwa) i odpisy amortyzacyjne.

Poza wymienionymi funduszami, które odgrywają kluczową rolę w finansowaniu działalności gospodarczej przedsiębiorstw państwowych, mogą w nich istnieć także inne fundusze tworzone z zysku po jego opodatkowaniu.

[4] *Ibidem*, s. 109.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Przedsiębiorstwo jednoosobowe

Przedsiębiorstwa jednoosobowe stanowią najliczniejszą grupę firm w polskiej gospodarce. Charakterystyczną cechą przedsiębiorstwa jednoosobowego jest to, że jest własnością jednej osoby i pozostaje w ścisłym związku z jej gospodarstwem domowym. Kapitał w momencie rozpoczynania działalności gospodarczej pochodzi z oszczędności przedsiębiorcy i jego rodziny lub z pożyczki, a czasami także z otrzymanego spadku lub od cichych udziałowców. W funkcjonującym efektywnie przedsiębiorstwie jednoosobowym kapitał własny jest powiększany z zysku po opodatkowaniu.

W przedsiębiorstwie jednoosobowym nie ma żadnych ustawowych wymogów co do wysokości kapitału własnego i jego struktury. Teoretycznie jednoosobowy przedsiębiorca może dowolnie wycofywać i powiększać kapitał własny zaangażowany w swoim przedsiębiorstwie[5].

3.1.2. Samofinansowanie rozwoju przedsiębiorstwa

Kapitał własny, jak już wyżej stwierdzono, może pochodzić ze źródeł wewnętrznych lub zewnętrznych. Finansowanie bieżącej działalności i rozwoju przedsiębiorstwa wyłącznie kapitałem własnym pochodzącym ze źródeł wewnętrznych, a więc bez pomocy finansowej z zewnątrz, nazywane jest samofinansowaniem. W szerokim znaczeniu **samofinansowanie** oznacza pokrywanie wszystkich wydatków przedsiębiorstwa z własnych nadwyżek finansowych, które powstają w następstwie wcześniej uruchomionych procesów w firmie. Środki finansowe w ramach samofinansowania pochodzą z trzech istotnych źródeł:

- zatrzymanego w przedsiębiorstwie zysku,
- amortyzacji majątku trwałego,
- sprzedaży zbędnego majątku.

Wielkość zatrzymanego zysku wynika z wielkości wypracowanego zysku i polityki jego podziału w przedsiębiorstwie. Im mniej zysku wypłacone zostanie w formie dywidendy udziałowcom, tym większa kwota będzie mogła zasilić różne fundusze zaliczane do kapitału własnego i tym większą rolę

[5] *Ibidem*, s. 52–54.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa będzie odgrywać samofinansowanie. Zatrzymany zysk w pierwszej kolejności zasila fundusze tworzone w firmie obligatoryjnie, a reszta może być wykorzystana fakultatywnie.

Amortyzacja to stopniowe zużywanie się majątku trwałego w procesie produkcyjnym i przenoszenie jego wartości na wytworzone produkty lub usługi. Stanowi ona dla przedsiębiorstwa koszt, który znajduje odzwierciedlenie w cenie towarów, ale nie jest to wydatek pieniężny, ponieważ nie pociąga za sobą odpływu środków finansowych z firmy. Przedsiębiorstwo poprzez amortyzację odzyskuje pieniądze wydane w przeszłości na zakup majątku trwałego. Wracają one do przedsiębiorstwa w postaci przychodów za sprzedane towary. Amortyzacja wraz z zyskiem tworzy nadwyżkę finansową przedsiębiorstwa, która może być przeznaczona na sfinansowanie działalności inwestycyjnej.

Wielkość rocznej amortyzacji użytkowanego środka trwałego bądź określonych wartości niematerialnych lub prawnych zależy od jego wartości początkowej, okresu eksploatacji i stosowanej metody amortyzacji. Najczęściej przedsiębiorstwa stosują metodę liniową, która zakłada, iż dany środek zużywa się jednakowo w całym okresie eksploatacji. Roczne stawki amortyzacji ustalane są w oparciu o Klasyfikację Środków Trwałych (KŚT)[6]. Inne metody amortyzacji aktywów trwałych to metoda degresywna (malejące odpisy amortyzacyjne) i metoda progresywna (rosnące stawki amortyzacji).

Źródłem samofinansowania rozwoju przedsiębiorstwa jest też sprzedaż zbędnego majątku, która zyskuje na znaczeniu, w sytuacji gdy przedsiębiorstwo modernizuje się lub zmienia profil działalności.

Niektórzy autorzy, np. Aurelia Bielawska, ograniczają pojęcie samofinansowania do procesu finansowania przedsiębiorstwa z zatrzymanego zysku (wąsko rozumiane samofinansowanie). Ich zdaniem tylko ta forma finansowania powoduje wzrost kapitału własnego zainwestowanego w przedsiębiorstwie, natomiast finansowanie z odpisów amortyzacyjnych i ze sprzedaży zbędnego majątku nie prowadzi do zwiększenia kapitału własnego w przedsiębiorstwie, a jedynie do zmiany struktury jego majątku[7].

---

[6] Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 3 października 2016 r. w sprawie Klasyfikacji Środków Trwałych (KŚT), Dz. U. poz. 1864.

[7] A. Bielawska, *Finanse przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2002, s. 103–105.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Należy podkreślić, że kapitał własny przedsiębiorstwa pochodzący ze źródeł wewnętrznych stanowi bardzo atrakcyjny rodzaj kapitału: nie trzeba od niego płacić żadnych odsetek, pozostaje bezterminowo do dyspozycji przedsiębiorstwa i może być swobodnie wykorzystywany. Dlatego przedsiębiorstwa preferują ten rodzaj finansowania. Zwraca na to uwagę teoria hierarchii metod finansowania, zgodnie z którą przedsiębiorstwa preferują wewnętrzne źródła finansowania (zatrzymane zyski powiększone o amortyzację aktywów trwałych). Gdy wewnętrzne źródła finansowania są niewystarczające dla sfinansowania planowanych inwestycji, przedsiębiorstwa sięgają po kredyty lub emitują papiery dłużne, a dopiero po wyczerpaniu się tej możliwości decydują się na emisję akcji[8].

3.2. Pozyskiwanie kapitału własnego ze źródeł zewnętrznych

3.2.1. Emisja akcji jako sposób zewnętrznego finansowania własnego przedsiębiorstw

Spółki akcyjne mogą zwiększyć swój kapitał własny, i tym samym poszerzyć możliwości finansowania inwestycji, drogą emisji nowych akcji. Emisja akcji pozwala pozyskać także pokaźny kapitał pochodzący od wielu akcjonariuszy, także od drobnych inwestorów. Emitent nie zobowiązuje się do zwrotu pozyskanych od akcjonariuszy środków w czasie trwania spółki[9], a w razie jej ewentualnej likwidacji środki te są zwracane dopiero po zaspokojeniu wszystkich innych zobowiązań spółki. Jednakże akcjonariusz może sprzedać swoje akcje za gotówkę na rynku wtórnym innej osobie. **Akcja** jest papierem wartościowym stwierdzającym udział jej właściciela (akcjonariusza)

[8] R.A. Brealey, S.C. Myers, *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, t. 1, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 684 i nast.

[9] W wyjątkowych sytuacjach może nastąpić umorzenie części akcji w ciężar zysku, np. gdy akcje są emitowane na realizację przedsięwzięć o z góry ustalonym okresie funkcjonowania. Natomiast umorzenie akcji w ciężar kapitału zakładowego spółki, który pełni funkcję gwarancyjną, mogłoby spowodować zagrożenie dla interesów wierzycieli i dlatego wymaga bardzo przewlekłej procedury, stąd w konsekwencji rzadko stosowane jest w praktyce.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

w majątku spółki, a zatem dowodem współwłasności części kapitału spółki. Podstawową zasadą panującą w spółce akcyjnej jest brak odpowiedzialności po stronie jej akcjonariuszy. Spółka akcyjna odpowiada za swoje zobowiązania własnym majątkiem, a ryzyko akcjonariuszy ogranicza się do możliwości utraty wniesionego wkładu. Od zasady tej istnieją tylko nieliczne, określone przepisami wyjątki.

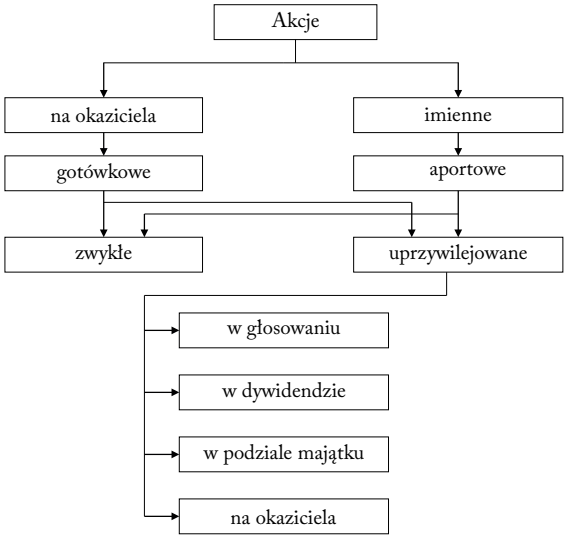
Akcje mogą przybierać postać fizyczną lub zdematerializowaną. W formie zdematerializowanej występują jedynie akcje znajdujące się w obrocie publicznym. Są one przedstawiane w postaci zapisu komputerowego i zostają zapisane na rachunkach papierów wartościowych prowadzonych przez upoważnione podmioty, takie jak domy maklerskie, banki i Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW). System zdematerializowany jest tańszy od tradycyjnego systemu materialnego papierów wartościowych, a prowadzenie rozliczeń jest szybsze i bezpieczniejsze. Akcje zdematerializowane przechowywane są w KDPW, który prowadzi centralny rejestr papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu publicznego i dokonuje jednocześnie rozliczeń pieniężnych, poprzez rachunki biur maklerskich w NBP, z tytułu obrotu papierami wartościowymi na polskim rynku pieniężnym i kapitałowym.

W zależności od przyjętego kryterium klasyfikacji akcje dzieli się na: imienne lub na okaziciela, gotówkowe lub aportowe, zwykłe lub uprzywilejowane (zob. rys. 3.1).

Wartość akcji wyceniana jest za pomocą trojakiego rodzaju cen:

- ceny nominalnej, która w Polsce nie może być niższa niż 1 grosz; jej pomnożenie przez ilość wyemitowanych akcji daje wartość kapitału zakładowego spółki,
- ceny emisyjnej, która jest ceną sprzedaży akcji na rynku pierwotnym (przez emitentów akcjonariuszom) i nie może być niższa od ceny nominalnej; różnicę pomiędzy ceną emisyjną a ceną nominalną zapisuje się na konto funduszu zapasowego,
- ceny rynkowej – może dowolnie odbiegać od wartości nominalnej i zmieniać się w zależności od kształtowania się popytu i podaży na rynku wtórnym (na tym rynku nie występuje emitent, a obrót papierami wartościowymi odbywa się tylko pomiędzy inwestorami).

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383



Rysunek 3.1. Rodzaje akcji
Źródło: W. Bień, *Rynek papierów wartościowych*, wyd. 7, Difin, Warszawa 2008, s. 128.

Warto podkreślić, że cenę emisyjną ustała emitent, uwzględniając przy tym wartość księgową spółki, aktualną i perspektywiczną sytuację finansową spółki, stan koniunktury, wartość innych spółek z tej samej branży, koszty emisji i inne czynniki.

Akcjonariusz z chwilą objęcia akcji nabywa prawa majątkowe i korporacyjne w spółce, do których należą:

- prawo uczestnictwa w spółce akcyjnej – oznacza ono, że akcjonariusz nie może zostać usunięty ze spółki i ma prawo otrzymywać informacje dotyczące najważniejszych spraw spółki,
- prawo do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu z prawem głosu, które daje mu możliwość wybierania osób wchodzących do organów spółki i współdecydowania na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy o przeznaczeniu wygospodarowanego zysku,
- prawo do udziału w zysku rocznym (dywidendy) – w praktyce wypłata dywidendy zależy od wyników finansowych spółki i decyzji walnego zgromadzenia,

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

- prawo poboru, czyli zakupu określonej liczby akcji pochodzących z nowych emisji[10],
- prawo do części majątku spółki w przypadku jej likwidacji, ale dopiero po zaspokojeniu zobowiązań wobec wierzycieli.

Emisja akcji zawiązana z podwyższeniem kapitału zakładowego spółki akcyjnej wymaga zmiany jej statutu, do czego z kolei potrzebna jest uchwała walnego zgromadzenia i zgłoszenie jej do rejestru sądowego. Uchwała musi być podjęta większością trzech czwartych głosów, przy reprezentowaniu przez głosujących akcjonariuszy co najmniej połowy kapitału zakładowego.

Podwyższenie kapitału zakładowego spółki może nastąpić w jednej z trzech form:

- zwyczajnego podwyższenia kapitału – poprzez emisję nowych akcji,
- warunkowego podwyższenia kapitału, które występuje w przypadku zamiany obligacji na akcje, łączenia się spółek i przyznania prawa do nabycia nowych akcji pracownikom przedsiębiorstwa,
- podwyższenia kapitału ze środków własnych spółki, które polega na przekształceniu rezerw finansowych w kapitał akcyjny.

Przygotowując zwyczajne podwyższenie kapitału, właściciele spółki muszą odpowiedzieć na pytanie, do kogo ma zostać skierowana oferta objęcia nowych akcji: do dotychczasowych akcjonariuszy czy do innych podmiotów. Realizacja zamierzeń inwestycyjnych przedsiębiorstwa często wymaga pozyskania środków finansowych w ilości przekraczającej możliwości dotychczasowych właścicieli spółki. Wówczas oferta sprzedaży akcji kierowana jest do inwestorów zewnętrznych. Na tym etapie spółka musi podjąć decyzję, czy sprzedaż akcji nastąpi w ofercie publicznej czy niepublicznej (prywatnej). Jeżeli propozycja nabycia akcji danej spółki na rynku publicznym ma miejsce po raz pierwszy, to określa się ją mianem pierwszej oferty publicznej *(Initial Public Offering* – IPO). Oferta publiczna może być poprzedzona ofertą prywatną, która jest prostsza i tańsza od oferty publicznej, ale z reguły nie pozwala pozyskać dużego kapitału.

[10] Szerzej zob. J. Socha, *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, Olympus, Warszawa 2003, s. 108–109.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Zgodnie z obowiązującymi regulacjami prawnymi dotyczącymi rynku kapitałowego w Polsce[11] ofertą publiczną jest udostępnienie na terytorium Polski co najmniej 150 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi – w dowolnej formie i w dowolny sposób – także przez środki masowego przekazu – informacji o papierach wartościowych i warunkach dotyczących ich nabycia, stanowiących dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o odpłatnym nabyciu tych papierów. Uczestnikami rynku publicznego są osoby fizyczne i podmioty instytucjonalne. Warunkiem koniecznym dla przeprowadzenia oferty publicznej lub dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym[12] jest sporządzenie przez emitenta prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego i zatwierdzenie go przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF). Spółka, której prospekt zostanie zatwierdzony w Polsce, może ubiegać się o kapitał we wszystkich krajach Unii Europejskiej.

Prospekt emisyjny sporządza się w formie:

- jednolitego dokumentu bądź
- zestawu dokumentów obejmującego dokument rejestracyjny (zawiera informacje o emitencie), dokument ofertowy (informacje o ofercie sprzedaży papierów wartościowych) i dokument podsumowujący.

Prospekt emisyjny powinien zawierać prawdziwe, rzetelne i kompetentne informacje, istotne dla oceny sytuacji gospodarczej, finansowej i majątkowej oraz perspektyw rozwoju emitenta i podmiotu udzielającego zabezpieczenia wierzytelności wynikających z oferowanych papierów wartościowych (akcji), a także informacje dotyczące praw i obowiązków związanych z tymi papierami. Po zatwierdzeniu go przez KNF udostępniany jest w wersji papierowej i elektronicznej do publicznej wiadomości. Powyższe rozwiązania ustawowe zostały wprowadzone, aby chronić interesy drobnych inwestorów

[11] Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 512 z późn. zm.).

[12] Rynek regulowany obejmuje: rynek giełdowy (podstawowy i równoległy), rynek pozagiełdowy obligacji prowadzony przez spółkę BondSpot (dawna Centralna Tabela Ofert – CeTO), należącą do grupy kapitałowej GPW w Warszawie, i towarowy rynek instrumentów finansowych prowadzony przez Warszawską Giełdę Towarową.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

nabywających akcje i minimalizować ryzyko utraty przez nich pieniędzy zainwestowanych w akcje.

W terminie określonym w prospekcie rozpoczyna się subskrypcja akcji oferowanych w ofercie publicznej, którą prowadzą firmy inwestycyjne zajmujące się działalnością maklerską. Może ona mieć następujące formy:

- **Subskrypcja na rynku pierwotnym akcji nowej emisji**

Tą drogą spółka pozyskuje bezzwrotny kapitał, który może przeznaczyć na inwestycje, rozwój organiczny lub realizację innych istotnych celów. W wyniku tego wzrasta suma kapitałów własnych i suma bilansowa, spada zaś wskaźnik zadłużenia pasywów. Jednocześnie następuje rozwodnienie kapitałów własnych i w konsekwencji zmniejsza się zysk netto przypadający na jedną akcję. Emisja akcji może być przeprowadzona z zachowaniem prawa poboru dla dotychczasowych akcjonariuszy lub z jego wyłączeniem, co wymaga uchwały walnego zgromadzenia popartej większością czterech piątych głosów. Z emisją nowych akcji wiąże się niebezpieczeństwo, że do grona akcjonariuszy dołączą osoby niepożądane, np. konkurenci firmy lub podmioty chcące przejąć nad nią kontrolę.

- **Sprzedaż istniejących akcji**

Z propozycją nabycia akcji nie występuje emitent, lecz ich właściciel lub właściciele jako wprowadzający. Zatem oferta jest przeprowadzana na rynku wtórnym. Sprzedając posiadane akcje, dotychczasowi akcjonariusze zmniejszają lub likwidują swój udział właścicielski w spółce. Nie następuje więc zasilenie spółki w kapitał, natomiast pozyskane ze sprzedaży akcji środki trafiają do kieszeni dotychczasowych akcjonariuszy. Nie następują też żadne zmiany w strukturze bilansu spółki ani rozwodnienie kapitałów własnych, zmienia się jedynie skład akcjonariatu.

- **Sprzedaż istniejących akcji połączona z emisją nowych akcji**

Jest to kombinacja obydwu wyżej opisanych form ofert. Dotychczasowi akcjonariusze osiągają przychód ze zbywanych pakietów akcji. Jednocześnie w wyniku subskrypcji nowych akcji pozyskiwany jest nowy kapitał dla spółki[13].

[13] *Jak przeprowadzić publiczną ofertę akcji?*, http://manager.inwestycje.pl/czysty_zysk/Jak-przeprowadzic-publiczna-oferte-akcji;234071;0.html [dostęp: 13.01.2018].

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Polskie spółki akcyjne mogą sprzedawać swoje akcje również na rynkach zagranicznych. Odbywa się to poprzez emisję ADR-ów (*American Depository Receipts*) lub GDR-ów (*Global Depository Receipts*) za pośrednictwem banków zagranicznych.

Wydatki związane z ofertą publiczną (koszty badania sprawozdań finansowych, sporządzenia prospektu emisyjnego, przeprowadzenia kampanii promocyjnej oraz subskrypcji) są wysokie i stanowią z reguły kilka procent wartości emisji. Publiczna emisja daje jednak emitentowi prestiż i płynność jego papierom. Jest jedynym sposobem na sprzedaż dużych emisji na rynku kapitałowym i ułatwia pozyskiwanie pieniędzy na rynkach finansowych.

Nie wszystkie emisje w formie oferty publicznej kończą się sukcesem, za który uznaje się zwiększenie kapitału własnego przedsiębiorstwa na planowaną kwotę. Powodzenie emisji zależy od takich czynników, jak: sytuacja na wtórnym rynku kapitałowym, wysokość ceny emisyjnej, wielkość emisji, sposób przygotowania oferty i kampanii promocyjnej itp.

Aby zwiększyć prawdopodobieństwo, że uda się sprzedać oferowane akcje, emitent zawiera z subemitentem, którym jest bank (krajowy lub zagraniczny) lub towarzystwo ubezpieczeniowe, umowę dotyczącą gwarantowania emisji, zwaną underwritingiem. Gwarant zobowiązuje się do nabycia wszystkich papierów wartościowych, które nie zostały sprzedane inwestorom w ramach subskrypcji.

Olbrzymia większość emisji akcji ma charakter niepubliczny, tzn. emitenci w celu pozyskania kapitału sprzedają swoje akcje na rynku niepublicznym, potocznie nazywanym rynkiem prywatnym. Jak już wspomniano, prywatna emisja akcji jest znacznie prostsza niż emisja akcji w formie oferty publicznej, ale nie pozwala uzyskać tak dużej sumy kapitału jak emisja publiczna. Rynek niepubliczny obejmuje transakcje oparte na indywidualnych kontaktach emitenta z potencjalnymi inwestorami, którzy na tyle związani są z emitentem, że mogą właściwie ocenić jego standing i jakość oferowanych akcji. Informacje o ofertach nabycia nie są udostępniane przez środki masowego przekazu, lecz indywidualnie każdemu inwestorowi, ale nie może ich być więcej niż 149. Taki tryb sprawia, że kształt oferty nie jest ustalany z góry, lecz dostosowywany do oczekiwań inwestorów, z którymi prowadzone są negocjacje. Zawierane transakcje mają charakter niesformalizowany i realizowane są w oparciu

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

o ogólne przepisy prawa regulujące działalność podmiotów uczestniczących na rynku papierów wartościowych.

Akcje będące w posiadaniu inwestorów mogą być zbywane na rynku wtórnym: publicznym lub prywatnym. W ramach publicznego rynku wtórnego wyróżnia się rynek regulowany i nieregulowany. Rynek regulowany to działający w sposób stały system obrotu instrumentami finansowymi zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej oraz jednakowe warunki sprzedaży i kupna tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi ze strony państwa. Jest to przede wszystkim rynek skoncentrowany na głównym parkiecie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), a zorganizowanym rynkiem akcji prowadzonym poza rynkiem regulowanym GPW jest rynek NewConnect. Stanowi on alternatywny system obrotu akcjami zorganizowany przez GPW w Warszawie.

Na koniec 2017 r. na głównym parkiecie GPW w Warszawie notowane były akcje 482 spółek, w tym 50 zagranicznych. Kapitalizacja rynku wynosiła 1419 mld zł, w tym spółek krajowych 710 mld zł. W 2017 r. miało miejsce pięć IPO – wartość tych spółek liczona według cen ich akcji z końca grudnia 2017 r. wynosiła 15,7 mld zł[14].

Natomiast alternatywny rynek obrotu akcjami NewConnect dostępny jest głównie dla małych i średnich spółek, działających stosunkowo krótko na rynku, z sektorów nowoczesnych technologii (IT) o dużym potencjale wzrostu. Akcje spółek najczęściej wprowadzane są do obrotu w drodze oferty prywatnej, na podstawie dokumentu informacyjnego sporządzanego przez autoryzowanego doradcę (spółki konsultingowe, adwokaci, radcowie prawni). Koszty wejścia spółki na rynek NewConnect są znacznie niższe niż wejścia na główny rynek GPW – średnio wynoszą 8% wartości emisji. Także koszty stałe związane z obecnością spółki na rynku NewConnect są niższe. Do najważniejszych korzyści spółek z notowania ich akcji na alternatywnym rynku obrotu należą:

- możliwość pozyskania kapitału w drodze kolejnych emisji akcji,

[14] *Aktywność inwestorów na rynkach Grupy GPW – grudzień 2017*, https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=106488 [dostęp: 15.01.2018].

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

- prestiż, promocja i większa rozpoznawalność spółki wynikająca z tego, że notowania jej akcji codziennie pojawiają się w odpowiednich mediach.
- większa wiarygodność rynkowa,
- uzyskanie wyceny rynkowej przedsiębiorstwa,
- umożliwienie dotychczasowym akcjonariuszom częściowego wyjścia z inwestycji w późniejszym czasie[15].

Pod koniec 2017 r. na rynku NewConnect notowane były akcje 408 spółek, a łączna kapitalizacja rynku wynosiła 9,6 mld zł. Spółki te cechują się dużym zróżnicowaniem branżowym – najwięcej jest spółek z sektora handlowego, spółek finansowych oraz informatycznych i z zakresu nowoczesnych technologii. W 2017 r. miało miejsce 8 IPO, wszystkie w trybie oferty niepublicznej, a ich wartość wynosiła 31,8 mln zł[16].

3.2.2. Długoterminowe finansowanie przedsiębiorstw przez fundusze *private equity* i fundusze *venture capital*

Fundusze *private equity* (PE) i *venture capital* (VC) stanowią szczególne źródła finansowania przedsiębiorstw kapitałem własnym. Polegają one na tym, że grupa kilku lub więcej inwestorów przeznacza swoje pieniądze na inwestycje w nowe przedsięwzięcia w małych lub średnich przedsiębiorstwach, które rokują wzrost wartości rynkowej, ale wiążą się z wysokim ryzykiem. *Private equity* jest pojęciem szerszym niż *venture capital* i obejmuje ogół inwestycji kapitałowych na rynku niepublicznym w celu osiągnięcia średnio- i długoterminowych zysków z przyrostu wartości kapitału. Fundusze PE są głównie zainteresowane podmiotami z branży nowych technologii, przejmowaniem spółek, restrukturyzacją przedsiębiorstw i zwiększaniem kapitału obrotowego lub wzmacnianiem bilansu spółki. Jednorazowe inwestycje funduszy PE w Polsce oscylują wokół kwoty 1 mln zł. Natomiast fundusze VC inwestują zwykle w przedsiębiorstwa, które są na wczesnym etapie

[15] Szerzej zob. B. Kołosowska, *Finansowanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw ze źródeł pozabankowych*, CeDeWu, Warszawa 2013, rozdział 4.

[16] *Statystyki NewConnect*, https://newconnect.pl/statystyki-okresowe [dostęp: 18.01.2018].

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

rozwoju i charakteryzują się w ocenie kapitałodawców dużym potencjałem rozwoju. Kwoty powierzane przez nie jednej firmie wynoszą od stu do kilkaset tysięcy zł. Należy podkreślić, że wyraźne rozgraniczenie pojęcia *private equity* i *venture capital* istnieje w USA, a w Europie – w tym także w Polsce – często te dwie kategorie ekonomiczne są traktowane jako synonimy[17].

Fundusze *private capital/venture capital* najwcześniej powstały w USA, pierwsze już w latach 40. XX wieku, i tam do dzisiaj odgrywają największą rolę, angażując się szczególnie w finansowanie start-upów i w wykupy menedżerskie firm MBO (*Management Buy-Out).* Dzięki nim rozwinęły się i zdobyły silną pozycję na rynku m.in. takie firmy, jak: Apple, Amazon.com, Yahoo, Microsoft i wiele innych znaczących firm amerykańskich.

Fundusze te pozyskują kapitał zarówno od instytucji publicznych (agendy rządowe, władze lokalne), jak i osób prywatnych (osoby fizyczne, banki, firmy ubezpieczeniowe, inne instytucje finansowe). Kapitałodawcy ponoszą przy tym takie samo ryzyko jak pozostali udziałowcy. Najczęściej nie zajmują się oni bezpośrednim zarządzaniem współinwestowanych przedsiębiorstw, a swoją rolę ograniczają do funkcji nadzorczych. W trakcie trwania ich zaangażowania kapitałowego często rezygnują z wypłaty dywidendy (szczególnie VC) na rzecz inwestowania wypracowanego zysku w dalszy rozwój przedsiębiorstwa. Doświadczenie pokazuje, że ich inwestycje w przedsiębiorstwa w wielu przypadkach kończą się niepowodzeniem. W razie jednak sukcesów dawcy kapitału wysokiego ryzyka realizują wysokie zyski przez sprzedaż swoich udziałów inwestorowi strategicznemu lub przez wprowadzenie przedsiębiorstwa na giełdę i sprzedaż posiadanych akcji. Sprzedaż udziałów, czyli wycofanie się inwestora z danego przedsiębiorstwa, następuje z reguły po 5–7 latach od przeprowadzenia inwestycji[18].

Pierwszym inwestującym w Polsce funduszem *private equity/venture capital* był utworzony w 1990 r. przez Kongres USA Polsko-Amerykański Fundusz Przedsiębiorczości (PAFP), który dysponował kapitałem w wysokości 240 mln zł. Fundusz dokonywał inwestycji kapitałowych w prywatnych

[17] W polskiej terminologii brak jest stosownych odpowiedników i dlatego przyjęły się u nas terminy angielskie.

[18] Szerzej o funduszach *private equity/venture capital* zob. K. Sobańska-Helman, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity/venture capital,* Key Text, Warszawa 2013.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

polskich przedsiębiorstwach oraz w restrukturyzowanych przedsiębiorstwach państwowych, przyczyniając się istotnie do ich rozwoju. Fundusz zainwestował m.in. w takie firmy, jak: Polfa Kutno, Polar Wrocław i Lukas SA. W przedsiębiorstwach, w których nabył udziały kapitałowe, był reprezentowany przez swoich przedstawicieli w radach nadzorczych. W kolejnych latach w naszym kraju rozpoczęły działalność kolejne fundusze *private equity/venture capital*. Większość z nich funkcjonuje w formie spółki zarejestrowanej za granicą i dysponuje kapitałem pochodzącym od inwestorów zagranicznych.

W pierwszych latach transformacji gospodarczej w Polsce fundusze wysokiego ryzyka najwięcej zainwestowały w przedsiębiorstwa branży spożywczej, chemicznej i komputerowej, a od kilu lat inwestują także w branże wysokich technologii. W 2016 r. w Polsce prowadziło działalność 46 podmiotów zarządzających funduszami PE/VC. Wiele z nich to spółki należące do zagranicznych grup kapitałowych. Podmioty te oraz zarządzane przez nie fundusze funkcjonowały w różnych formach prawnych, takich jak zamknięty fundusz inwestycyjny, spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, spółka komandytowo-akcyjna lub spółka akcyjna. W 2016 r. łącznie zainwestowały w naszym kraju 3,1 mld zł, z tego 71% środków pochodziło od krajowych funduszy. Dofinansowanie otrzymało 89 przedsiębiorstw. Najwięcej zainwestowano w spółki dojrzałe. Tylko 5% środków trafiło do przedsiębiorstw we wczesnej fazie rozwoju, ale firmy te stanowiły najliczniejszą grupę podmiotów, które uzyskały wsparcie. W ujęciu branżowym fundusze wysokiego ryzyka najwięcej kapitału zainwestowały w przedsiębiorstwa z branży dóbr konsumpcyjnych, przedsiębiorstwa usługowe i informatyczne[19].

Charakterystycznym zjawiskiem dla polskiego rynku funduszy wysokiego ryzyka w kilku ostatnich latach była znaczna liczba dezinwestycji dokonanych przez te fundusze. W 2016 r. zakończyły one inwestycje w 49 spółkach. Wartość wyjść ze zrealizowanych w Polsce inwestycji, liczona według ich początkowej kwoty, wyniosła 2,5 mld zł. Najczęściej dokonywano tego przez sprzedaż posiadanych akcji albo udziałów inwestorom branżowym (6 spółek) lub finansowym (5 spółek) oraz w drodze oferty publicznej na rynkach organizowanych przez GPW w Warszawie[20].

[19] *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2016 r.*, NBP, Warszawa 2017, s. 147–150.
[20] *Ibidem*, s. 151.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Działalność funduszy PE/VC jest korzystna dla polskiej gospodarki i firm, do których fundusze wnoszą kapitał i doświadczenie menedżerskie. Przyspieszają one restrukturyzację wielu przedsiębiorstw, przyczyniają się do zdynamizowania postępu technicznego, pozwalają wykreować przedsiębiorstwom nowe produkty i umocnić się na rynku. Najważniejszymi zaletami angażowania się kapitałowego funduszy w różne spółki są:

- długoterminowy charakter inwestycji, co pozwala przedsiębiorstwom skupić się na poprawie pozycji konkurencyjnej na rynku w dłuższym okresie,
- fundusze obok pieniędzy na rozwój dostarczają firmom know-how,
- *venture capital* może być inwestowany w firmie bez konieczności posiadania materialnych zabezpieczeń i nie obciąża jej regularnymi spłatami kapitału i odsetek, jak ma to miejsce w przypadku kredytów bankowych,
- fundusze PE/VC akceptują wyższe ryzyko niż tradycyjne instytucje finansowe, dzięki czemu możliwa jest realizacja przedsięwzięć obarczonych wysokim ryzykiem, które nie mogłyby zostać sfinansowane w żaden inny sposób,
- inwestor wnoszący do spółki kapitał wysokiego ryzyka ułatwia jej dostęp do nowoczesnej technologii i nowych rynków zbytu.

Natomiast podstawową wadą omawianych funduszy jest konieczność „podzielenia się" dotychczasowych właścicieli z nowym inwestorem władzą w przedsiębiorstwie. Oznacza to dla nich utratę części kontroli nad firmą i konieczność przekazywania nowemu współwłaścicielowi wielu poufnych informacji, które mają kluczowe znaczenie dla przyszłości przedsiębiorstwa. Ponadto na dotychczasowych właścicieli spółki może być wywierana presja, aby całkowicie wyszli z niej w momencie dezinwestycji funduszu. Dzieje się tak zwłaszcza wtedy, gdy nowy inwestor jest zainteresowany przejęciem 100% udziału w spółce. W sumie jednak korzyści związane z inwestowaniem w przedsiębiorstwa kapitału pochodzącego od funduszy wysokiego ryzyka są większe od niedogodności z tym związanych.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

3.2.3. Anioły biznesu

Źródłem kapitału własnego dla małych i średnich przedsiębiorstw mogą być także anioły biznesu (*business angels*). Pozyskiwaniem środków od aniołów biznesu szczególnie zainteresowani są młodzi i innowacyjni przedsiębiorcy, którzy nie posiadają własnego kapitału na realizację planowanych przedsięwzięć i ze względu na wysokie ryzyko ich inwestycji nie mogą na ten cel uzyskać kredytu bankowego. Aniołami biznesu najczęściej są zamożni emerytowani przedsiębiorcy lub menedżerowie o bardzo bogatym doświadczeniu zawodowym, którzy samodzielnie inwestują część swego prywatnego majątku w przedsiębiorstwa będące w początkowej fazie rozwoju, stając się ich udziałowcami lub akcjonariuszami. Wybierają przy tym przedsiębiorstwa o dużym potencjale rozwoju, a więc rokujące uzyskanie wysokiego zwrotu z zainwestowanego kapitału, jednakże obarczone dużym ryzykiem. Jednocześnie anioły biznesu dzięki dobrej znajomości branży, w którą się angażują, i szerokim kontaktom na rynku wspierają przedsiębiorców słowem i czynem, uczestnicząc w pracach rady nadzorczej, pomagając w przygotowaniu strategii przedsiębiorstwa i monitorując jej realizację. Okres ich inwestycji wynosi zwykle około od 3 do 6 lat, po czym wycofują się z finansowania przedsiębiorstwa, sprzedając swoje udziały bądź akcje. W ten sposób realizują zakładane zyski lub minimalizują poniesione straty[21].

Pierwsi inwestorzy określani jako anioły biznesu pojawili się w XIX wieku w Stanach Zjednoczonych. Z ich środków skorzystał m.in. Alexander Graham Bell, wynalazca telefonu i twórca Bell Telephone Company, która później przekształciła się w globalne przedsiębiorstwo telekomunikacyjne AT&T. Dzięki wsparciu finansowemu przez *business angels* Henry Ford w 1903 r. mógł skonstruować swój pierwszy samochód. Kapitał od aniołów biznesu leży u podstaw spektakularnych sukcesów księgarni internetowej Amazon.com czy medium komunikacyjnego Skype[22]. Obecnie na świecie anioły biznesu najbardziej aktywni są w USA, Niemczech, Wielkiej Brytanii

[21] M. Kalinowski, *Innowacje finansowe dedykowane małym firmom* [w:] *Finanse małych i średnich firm. Motywacje, decyzje, procesy*, red. M. Dylewski, CeDeWu, Warszawa 2016, s. 197–198.

[22] K. Brzozowska, *Business Angels na rynku kapitałowym*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 107–129.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

i Francji. Inwestują na ogół od kilkunastu do kilkudziesięciu tysięcy dolarów w jedno przedsięwzięcie, głównie w tzw. fazę zasiewu, startu lub wczesnego rozwoju wybranego przedsiębiorstwa. Anioły biznesu wnoszą do przedsiębiorstw, oprócz kapitału, także wiedzę menedżerską, znajomość branży, rynku i kontakty biznesowe, co jest szczególnie ważne w przypadku młodych przedsiębiorstw. Kierują się przy tym nie tylko względami ekonomicznymi, ale również motywami pozaekonomicznymi, takimi jak: chęć niesienia pomocy innym, poprawa własnego wizerunku i zdobycie uznania wśród lokalnej społeczności, satysfakcja ze współudziału w postępie technicznym itp.

Anioły biznesu działają także w Polsce. Poszukują projektów, które wymagają inwestycji w wysokości od 50 tys. do 5 mln złotych. Skupiają się w tzw. sieciach aniołów biznesu, czyli organizacjach pełniących rolę pośrednika między pomysłodawcą a kapitałodawcą. Sieci te nie tylko ułatwiają przedsiębiorcom dotarcie do potencjalnych aniołów biznesu, ale pomagają też przygotować odpowiednie dokumenty, co pozwala obniżyć koszty transakcyjne oraz stanowią płaszczyznę do wymiany doświadczeń i dobrych praktyk na rynku aniołów biznesu. Do najbardziej znanych sieci aniołów biznesu należą: PolBAN Business Angels Club, Lewiatan Business Angels, Śląska Sieć Aniołów Biznesu Silban, Wschodnia Sieć Aniołów Biznesu i Studencka Sieć Aniołów Biznesu[23].

Do grona polskich aniołów biznesu zaliczyć można Tomasza Grzybowskiego i Krzysztofa Gawrysiaka, którzy w 2009 r. wsparli kwotą nieprzekraczającą 100 tys. zł utworzony przez Jakuba Lipińskiego start-up Polidea w zamian za 40% udziału w tym przedsięwzięciu. Polidea tworzy aplikacje dla przedsiębiorstw umożliwiające świadczenie usług za pomocą urządzeń mobilnych. Zaangażowane w projekt podmioty następnie wychodzą z przedsiębiorstwa przez sprzedaż swoich udziałów inwestorom branżowym lub funduszowi inwestycyjnemu[24]. Znanymi aniołami biznesu w Polsce są również:

- Roman Kluska, który wsparł finansowo i merytorycznie górali z Nowego Targu zajmujących się wypasem owiec i produkcją sera,

[23] *Lista aniołów biznesu w Polsce*, http://doradcawbiznesie.pl/blog/6-%C5%B9r%C3%B3d%C5%82a-finansowania/120-lista-aniolow-biznesu-w-polsce.html [dostęp: 15.01.2018].

[24] *Polidea case study*, www.lba.pl [dostęp: 15.01.2018].

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

- Piotr Pośnik, założyciel i prezes firmy Wittchen, która zainwestował kilka milionów złotych w rozwój sieci kawiarni w dużych miastach „W Biegu Cafe". w zamian za 50% udziałów w tej sieci.

Oczekuje się, że wraz ze wzrostem zamożności Polaków zwiększać się będzie liczba aniołów biznesu angażujących się w finansowanie start-upów i innych innowacyjnych przedsięwzięć w naszym kraju.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

ROZDZIAŁ 4

KREDYT BANKOWY JAKO ZEWNĘTRZNE ŹRÓDŁO FINANSOWANIA PODMIOTÓW GOSPODARCZYCH

4.1. Istota operacji udzielania kredytów. Rodzaje kredytów bankowych

Najczęstszym sposobem pozyskiwania przez przedsiębiorstwo funduszy obcych jest zaciąganie kredytów. Udzielanie kredytów leży w gestii banków, pełnią one bowiem rolę wyspecjalizowanego pośrednika pomiędzy inwestorami posiadającymi czasową nadwyżkę środków finansowych a podmiotami poszukującymi obcego kapitału.

Operacja udzielania kredytu polega na czasowym przekazaniu środków pieniężnych przez bank do dyspozycji kredytobiorcy, który zobowiązuje się zwrócić je z ustalonymi odsetkami w umownym terminie, a także udostępniać bankowi niezbędne informacje, pozwalające na ocenę jego zdolności kredytowej i wyników działania. Ogólne zasady kredytowania zawarte są w ustawie Prawo bankowe[25], a szczegółowe zasady obowiązujące w bankach zawarte są w ich regulaminach wewnętrznych. Podziału kredytów można dokonać przy zastosowaniu różnych kryteriów. Najważniejszy podział odnosi

[25] Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (tekst jedn. Dz. U. z 2017 r., poz. 1876 z późn. zm.).

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

się do sposobu postawienia kredytu do dyspozycji klienta. Uwzględniając to kryterium, dzieli się je na kredyty udzielane w rachunku bieżącym i kredyty udzielane w rachunku kredytowym.

Kredyt w rachunku bieżącym (*overdraft*) jest wykorzystywany do finansowania działalności eksploatacyjnej przedsiębiorstw i służy utrzymaniu bieżącej płynności, czyli pokryciu bieżących zobowiązań, na które chwilowo brakuje własnych środków. Rachunek ten pełni podwójną funkcję, zarówno rachunku kredytowego, jak i rachunku rozliczeniowego. Na dobro tego rachunku bank zapisuje wpływy danego podmiotu gospodarczego, a w jego ciężar wydatki. Dopóki przedsiębiorstwo posiada własne środki finansowe na rachunku, dopóty wszelkie wypłaty zmniejszają stan posiadania tych środków i dopiero gdy wyczerpią się one całkowicie, zostaje uruchomiony kredyt. Jednakże każdy wpływ na rachunek zmniejsza automatycznie wysokość kredytu. Zaletą tego typu kredytu jest jego odnawialność. Umowa upoważnia kredytobiorcę do wydawania zleceń płatniczych, które bank zobowiązuje się wykonać do wysokości przyznanego kredytu, czyli salda debetowego rachunku bieżącego. Przy kredytowaniu w rachunku bieżącym występuje w praktyce techniczny termin bankowy „wolna marża kredytu". Oznacza on różnicę między kwotą przyznanego kredytu a kwotą faktycznego zadłużenia, czyli salda debetowego tego rachunku. Bank wykonuje dyspozycje płatnicze klienta (wypłaty) tylko w granicach wolnej marży kredytu. Ten sposób kredytowania jest korzystny zarówno z punktu widzenia banku, ponieważ pozwala na uproszczenie prac manipulacyjnych, jak i klienta, gdyż pozwala na elastyczne kredytowanie w zależności od jego sytuacji płatniczej[26].

Kredyt w rachunku kredytowym służy przede wszystkim do finansowania zakupu towarów, surowców, materiałów i usług niezbędnych w bieżącej działalności przedsiębiorstwa. W praktyce bank otwiera oddzielny rachunek kredytowy, w którym stawia do dyspozycji kredytobiorcy środki finansowe przewidziane umową kredytową. Kredytowanie może polegać na jednorazowym postawieniu do dyspozycji całej jego kwoty lub na sukcesywnym uruchamianiu kolejnych transz. Podmiot gospodarczy, w zależności od warunków zawartych w umowie, spłaca kredyt w ratach lub też jednorazowo

[26] Z. Krzyżkiewicz, *Podręcznik do nauki bankowości*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2002, s. 85–86.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

na koniec okresu kredytowego. Kredyt w rachunku kredytowym może przybrać formę kredytu odnawialnego (rewolwingowego) albo nieodnawialnego. W przypadku kredytu odnawialnego kredytobiorca ma możliwość wielokrotnego zadłużania się do wysokości limitu przyznanego kredytu. Kredyt odnawialny jest podobny do kredytu w rachunku bieżącym, z tą jednak różnicą, że kredytobiorca musi dokonywać spłat kredytu na rachunek kredytowy. Kredyt nieodnawialny jest udzielany do wysokości przyznanej kwoty kredytu, a spłaty dokonywane na rachunek kredytowy nie powodują odnowienia limitu kredytowego[27].

Istotny jest również podział kredytów ze względu na ich przeznaczenie (cel). Biorąc pod uwagę to kryterium podziału, najczęściej wyróżnia się dwie podstawowe grupy kredytów:

- **kredyty obrotowe**, przeznaczone na bieżące potrzeby związane z bieżącą działalnością gospodarczą przedsiębiorstw, najczęściej krótkoterminowe,
- **kredyty inwestycyjne**, udzielane na dłuższy okres w związku z finansowaniem rzeczowych przedsięwzięć inwestycyjnych.

Z uwagi na okres kredytowania przedsiębiorstwa banki w swoich regulaminach rozróżniają:

- **kredyty krótkoterminowe**, które udzielane są na okres do 1 roku,
- **kredyty średnioterminowe**, z terminem spłaty od 1 roku do 3 lat,
- **kredyty długoterminowe**, z terminem spłaty powyżej 3 lat.

Przyjmując za kryterium walutę, w jakiej dokonywana jest transakcja, kredyty dzielone są na **kredyty złotowe i dewizowe**.

W zależności od liczby kredytodawców kredyty można również podzielić na kredyty udzielone przez jeden bank i przez konsorcjum bankowe. **Kredyt konsorcjalny**[28] można zdefiniować jako kredyt udzielany przez co najmniej dwa banki, które zawierając z kredytobiorcą wspólną umowę kredytową, zobowiązują się udostępnić mu kredyt na jednakowych warunkach. Banki uczestniczące w kredytowaniu tworzą tzw. konsorcjum i działają w ramach

[27] *Bankowa obsługa firmy. Rachunki, rozliczenia pieniężne, kredyty inwestycyjne*, red. R. Szewczyk, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002, s. 109.

[28] R. Orłowska, *Kredyty konsorcjalne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2004, s. 45–64.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

zawartej umowy konsorcjalnej. Tworzy się je, by zapobiec nadmiernej koncentracji kredytu w jednym banku oraz by rozłożyć ryzyko kredytowe na więcej banków. Są one bowiem udzielane w wysokich kwotach na finansowanie wielkich przedsięwzięć gospodarczych, najczęściej na okres od 3 do 10 lat, choć oczywiście istnieją kredyty konsorcjalne krótkoterminowe.

Bank inicjujący zawarcie umowy konsorcjalnej reprezentuje wobec kredytobiorcy wspólnie działające banki. Pełni on najczęściej rolę agenta konsorcjum działającego w imieniu pozostałych banków i jest odpowiedzialny za uzgodnienia dotyczące warunków udzielenia kredytu, zasad rozliczeń między bankami (np. udziału poszczególnych banków w łącznej sumie kredytów i spłatach rat kredytów, udziału w pobieranych odsetkach i prowizjach) oraz za koordynację czynności związanych z techniczną obsługą transakcji po podpisaniu kontraktu. Każdy bank działa w ramach zawartej umowy konsorcjalnej, ale nie ponosi żadnej dodatkowej odpowiedzialności za pozostałe banki. W przypadku niewywiązania się jednego z banków ze swoich zobowiązań umownych pozostali członkowie konsorcjum nie są zobligowani ogólnymi zasadami prawa do wykonania zobowiązań tego banku. W tej sytuacji bank-agent powinien jednak dołożyć wszelkich starań w celu pozyskania w to miejsce innego banku.

Banki uczestniczące w konsorcjum mogą pełnić różne funkcje, które zależą od stopnia zaangażowania finansowego w daną transakcję kredytową oraz od stopnia zaangażowania w samą organizację konsorcjum. Banki pełniące funkcje o charakterze finansowym otrzymują, zgodnie z ich poziomem zaangażowania, tytuły: oferenta (bank główny, wiodący), menedżera wiodącego (bank zarządzający), menedżera (bank współzarządzający) i uczestnika (bank partycypujący). Funkcje organizacyjno-administracyjne nie mają bezpośredniego związku z ryzykiem kredytowym i rozdzielane są wyłącznie między banki wspólnie składające ofertę lub wspólne ją gwarantujące. Rozróżnia się następujący podział obowiązków:

- organizator odpowiedzialny za kontakty z kredytobiorcą i bankami,
- agent zobowiązany do prowadzenia administracyjnej obsługi umowy kredytowej w fazie jej realizacji i stałej kontroli ekonomiczno-finansowej sytuacji kredytobiorcy,

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

- agent techniczny, który weryfikuje założenia i kontroluje poprawność realizacji przedsięwzięcia,
- bank opracowujący memorandum informacyjne,
- rzecznik prasowy konsorcjum odpowiedzialny za kontakty z prasą i udzielanie informacji dotyczących organizowanego konsorcjum.

Proces realizacji transakcji konsorcjalnej składa się z trzech etapów. Pierwszy nosi nazwę fazy przedmandatowej (przetargowej). Jest to faza przygotowawcza, w czasie której identyfikowane są potrzeby i oczekiwania kredytobiorcy, opracowywana jest oferta przetargowa, która następnie zatwierdzana jest przez komitet kredytowy banku. Trwa ona zazwyczaj od jednego miesiąca do jednego roku i kończy się wyborem banku lub grupy banków, która od tej pory będzie organizatorem konsorcjum. Drugi etap, trwający od sześciu do ośmiu tygodni, to faza organizowania konsorcjum bankowego. W tym czasie rozsyła się zaproszenia do banków będących potencjalnymi uczestnikami konsorcjum, opracowuje szczegółowe informacje i negocjuje warunki umowy kredytowej. Kończy się on podpisaniem umowy przez kredytobiorcę oraz wszystkie banki uczestniczące w konsorcjum. Ostatni etap to realizacja umowy kredytowej. Zasadniczymi elementami tego etapu są:

- spełnienie przez kredytobiorcę tzw. warunków wstępnych zawartych w umowie,
- przekazanie środków do dyspozycji kredytobiorcy,
- ostateczna spłata wszystkich zobowiązań (rat i odsetek kredytu) kredytobiorcy.

4.2. Wniosek kredytowy

Przedsiębiorstwo, które chce zaciągnąć kredyt w banku, musi przejść złożoną procedurę składającą się z wielu etapów – przedstawiono je na rys. 4.1.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Rysunek 4.1. Procedury kredytowe przy kredytach gospodarczych
Źródło: Z. Dobosiewicz, *Podstawy bankowości*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 102.

Potencjalny kredytobiorca najpierw składa wniosek kredytowy, do którego dołącza szereg dokumentów. Formularze wniosków kredytowych opracowywane są indywidualnie przez banki i dlatego mogą różnić się między sobą. Do wniosku kredytowego przedsiębiorca dołącza dokumenty formalnoprawne (najczęściej jeżeli przedsiębiorstwo nie posiada rachunku w danym banku) i finansowe, mianowicie:

- dokumenty stwierdzające uzyskanie osobowości prawnej (odpis z rejestru sądowego) lub zaświadczenie o wpisie do ewidencji działalności gospodarczej,

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

- zawiadomienie o nadaniu numeru statystycznego REGON oraz numeru identyfikacji podatkowej NIP,
- bilanse z ostatnich dwóch lat wraz z rachunkami wyników,
- inne dokumenty finansowe, np. roczne sprawozdania finansowe F-02, kwartalne F-01,
- opinię banku, w przypadku gdy przedsiębiorstwo ma rachunek bankowy w innym banku,
- zaświadczenie o braku zaległości podatkowych i wobec ZUS.

Kredytobiorca określa również wysokość i cel wykorzystania kredytu oraz szacowane korzyści, jakie zamierza osiągnąć w przyszłości dzięki temu kredytowi. W przypadku kredytów inwestycyjnych przedsiębiorstwo powinno złożyć biznesplan przedsięwzięcia. W dokumentacji przedsiębiorca określa również formy zabezpieczenia kredytu.

4.3. Ocena zdolności kredytowej podmiotów gospodarczych

Podstawowym warunkiem udzielenia kredytu, wynikającym z polskiego prawa bankowego, jest posiadanie przez kredytobiorcę **zdolności kredytowej**, rozumianej jako zdolność do spłaty zaciągniętego kredytu wraz z odsetkami w umownych terminach. Ocena zdolności kredytowej dotyczy nie tylko bieżącej sytuacji majątkowej kredytobiorcy, ale także jego przyszłej działalności gospodarczej i jej wyników, obejmuje więc także perspektywiczną zdolność kredytową. Oceny zdolności kredytowej dokonuje bank samodzielnie i nie może być ona przedmiotem negocjacji kredytobiorcy z bankiem[29].

Bank rozpatrujący wniosek o kredyt gospodarczy wraz z załączonymi dokumentami bada zdolność kredytową przedsiębiorstwa w dwóch aspektach: pod względem formalnym (wiarygodność prawna) i pod względem merytorycznym (wiarygodność ekonomiczna). **Zdolność formalnoprawna** oznacza zdolność podmiotu do podejmowania czynności prawnych, zaś **zdolność pod względem ekonomicznym** obejmuje zdolność finansową do terminowej spłaty kredytu wraz z odsetkami, jak również ocenie podlegają umiejętności

[29] Z. Krzyżkiewicz, *Podręcznik do nauki bankowości*, s. 79.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

menedżerskie, cechy osobowe, rzetelność, doświadczenie właścicieli lub zarządu przedsiębiorstwa[30].

Metody służące ocenie zdolności kredytowej można ogólnie podzielić na ilościowe, jakościowe i mieszane. W metodach ilościowych analiza opiera się wyłącznie na danych mierzalnych (np. z dokumentów finansowych). W metodzie jakościowej (subiektywnej) punktem wyjścia jest zazwyczaj badanie zjawiska na podstawie wnikliwej obserwacji (np. charakterystyki branży, perspektyw rozwojowych przedsiębiorstwa). Metody mieszane łączą oba elementy (np. analiza SWOT, analiza punktowa)[31].

Dalsza część procedury przyznawania kredytu przedstawia się następująco. Złożony przez przedsiębiorstwo wniosek kredytowy jest szczegółowo analizowany przez pracownika wydziału kredytowego banku. W pierwszej kolejności weryfikowana jest sama dokumentacja: sprawdzenie podpisów, dat, obliczeń. Następnie inspektor kredytowy przeprowadza tzw. inspekcję kredytową, czyli wizytuje przedsiębiorstwo. Dzięki niej może zweryfikować część danych ze złożonej dokumentacji kredytowej klienta, ocenić jakość proponowanych zabezpieczeń oraz wyrobić sobie wstępną opinię o ryzyku kredytowym banku[32].

W procesie oceny zdolności kredytowej przedsiębiorstwa banki posługują się nie tylko informacjami uzyskanymi od klienta. Ważnym źródłem informacji jest Biuro Informacji Kredytowej, w której sprawdza się osoby fizyczne prowadzące działalność gospodarczą, wspólników spółek cywilnych i jawnych oraz poręczycieli. Uzyskiwana jest opinia o kliencie w bankach, w których posiada kredyty[33].

W drugim etapie inspektor kredytowy, na podstawie przedkładanej przez klienta sprawozdawczości finansowej i szczegółowych obliczeń dokonywanych za pomocą wybranych wskaźników (**analiza wskaźnikowa –** metoda

---

30 *Jestem Nowy. Vademecum wiedzy o bankowości*, red. E. Gostomski, Bankowy Ośrodek Doradztwa i Edukacji Sp. z o.o., Poznań 2009, s. 110–111.

31 J. Grzywacz, *Podstawy bankowości. System bankowy, kredyty i rozliczenia, ryzyko i ocena banku, marketing*, Difin, Warszawa 2006, s. 154–155.

32 Z. Dobosiewicz, *Podstawy bankowości*, s. 104.

33 H. Chynał, *Kredyty bankowe i inne formy finansowania, poradnik dla małych i średnich firm*, Difin, Warszawa 2011, s. 79.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

ilościowa) ocenia, na ile jego sytuacja gwarantuje spłatę zobowiązań. Najczęściej spotykana ocena wiarygodności kredytowej polega na ustaleniu i ocenie tradycyjnych wskaźników mierzalnych (płynności, rentowności) i niemierzalnych (możliwości zbytu, perspektyw rozwojowych)[34]. W analizie bilansu i rachunku wyników przedsiębiorstwa najczęściej wykorzystywane są następujące wskaźniki: rentowności, płynności finansowej, sprawności działania, zadłużenia i stopnia pokrycia oraz struktury majątku i kapitału[35]. Wykorzystanie analizy wskaźnikowej do oceny wiarygodności kredytowej podmiotu gospodarczego umożliwia porównanie jego kondycji finansowej, identyfikację potencjalnych zagrożeń w poszczególnych sferach działalności, jak również aktualnych tendencji panujących w przedsiębiorstwie. Stosując to narzędzie, należy pamiętać, że te same wskaźniki będą inaczej kształtować się w poszczególnych branżach, dlatego często do analizy wskaźnikowej wprowadza się różne parametry określające stan pożądany danego wskaźnika.

Wskaźniki rentowności należą do mierników oceny dochodowości przedsiębiorstwa. Obrazują one kierunek i tempo zmian rentowności w kolejnych okresach działalności podmiotu gospodarczego.

- **Wskaźnik rentowności obrotu (sprzedaży) ROS** (*return on sales*) jest wykorzystywany do prezentacji efektów finansowych uzyskanych ze sprzedaży produktów. Tendencja rosnąca tego wskaźnika, przy porównaniu dwóch okresów, może świadczyć o rozszerzeniu działalności przedsiębiorstwa przez wzrost sprzedaży i odpowiednią strukturę asortymentową oraz

[34] M. Iwanicz-Drozdowska, W.L. Jaworski, A. Szelągowska, Z. Zawadzka, *Bankowość. Instytucje, operacje, zarządzanie*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2017, s. 262–274 oraz M. Iwanicz-Drozdowska, W.L. Jaworski, Z. Zawadzka, *Bankowość. Zagadnienia podstawowe*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2010, s. 258–272.

[35] Szczegółowa prezentacja wskaźników zob.: W.L. Jaworski, Z. Zawadzka, *Bankowość. Zagadnienia podstawowe,* Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2000, s. 250–255; L. Bednarski, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 1997, s. 70–114; L. Bednarski, R. Borowiecki, J. Duraj, E. Kurtys, T. Waśniewski, B. Wersty, *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 1996, s. 89–116; M. Dobija, *Rachunkowość zarządcza i controlling*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 306–326; W. Dębski, *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania*…, s. 76–108.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

o osiąganiu korzystniejszych cen sprzedaży i obniżaniu jednostkowych kosztów własnych:

$$\frac{\text{zysk}}{\text{przychody ze sprzedaży}} \tag{4.1}$$

- **Wskaźnik rentowności aktywów ROA** (*return on assets*) uwzględnia wpływ na wynik finansowy efektywności wykorzystania zaangażowanych zasobów majątkowych. W jego rosnącym poziomie ujawnia się maksymalizacja obrotu i obniżka kosztów własnych oraz racjonalna gospodarka majątkiem przedsiębiorstwa:

$$\frac{\text{zysk}}{\text{aktywa ogółem}} \tag{4.2}$$

- **Wskaźnik rentowności kapitału ROE** (*return on equity*) w odróżnieniu od wskaźnika rentowności aktywów jest wyrazem efektywności kapitału własnego. Pomija on zatem kapitał obcy, czyli zobowiązania długoterminowe i bieżące. Rosnący jego poziom świadczy o wyższej efektywności zaangażowanego kapitału:

$$\frac{\text{zysk netto}}{\text{kapitał własny}} \tag{4.3}$$

- **Wskaźnik ROI** (*return on investment*) jest szeroko stosowany w USA. Pozwala na ocenę rentowności kapitału własnego i obcego zaangażowanego w działalność przedsiębiorstwa, a szczególnie na ocenę opłacalności zastosowanego kapitału obcego:

$$\frac{\text{zysk}}{\text{kapitał całkowity}} \tag{4.4}$$

Wskaźniki płynności umożliwiają sformułowanie opinii o stopniu wypłacalności przedsiębiorstwa, o jego zdolności do terminowego regulowania bieżących zobowiązań.

- **Wskaźnik płynności bieżącej** (*current ratio*) jest traktowany jako podstawowy miernik zdolności przedsiębiorstwa do spłacenia wszystkich jego zobowiązań bieżących przez upłynnienie posiadanych zasobów majątku

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

obrotowego. Optymalny poziom wskaźnika kształtuje się w granicach od 1,5 do 2,0:

$$\frac{\text{majątek obrotowy}}{\text{zobowiązania bieżące}} \tag{4.5}$$

- **Wskaźnik płynności szybki** (*quick ratio*) wyraża możliwość spłaty zobowiązań przedsiębiorstwa na podstawie łatwiej dostępnych (płynnych) do rozliczeń finansowych składników majątku obrotowego, czyli środków pieniężnych, należności i przeznaczonych do obrotu papierów wartościowych. Powinien on kształtować się na poziomie co najmniej jedności:

$$\frac{\text{majątek obrotowy} - \text{zapasy}}{\text{zobowiązania bieżące}} \tag{4.6}$$

Wskaźniki sprawności działania, inaczej obrotowości, umożliwiają ocenę efektywności wykorzystania zasobów majątkowych przedsiębiorstwa.

- **Wskaźnik rotacji należności w dniach** ilustruje skuteczność egzekwowania należności. Im niższy jest jego poziom, tym korzystniejsza jest sytuacja finansowa przedsiębiorstwa:

$$\frac{\text{przeciętny stan należności}}{\text{przychody ze sprzedaży}} \tag{4.7}$$

- **Wskaźnik obrotu zapasami** określa, co ile dni przedsiębiorstwo odnawia zapasy:

$$\frac{\text{przeciętny stan zapasów}}{\text{przychody ze sprzedaży}} \tag{4.8}$$

Wskaźniki zadłużenia i stopnia pokrycia, inaczej wskaźniki wspomagania finansowego, wyjaśniają źródła finansowania majątku, a w szczególności stopień udziału pomocy zewnętrznej przez zobowiązania długo- i krótkoterminowe oraz związaną z tym efektywność nakładów (płaconych odsetek).

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

- **Wskaźnik kapitałowy** przedstawia udział kapitałów własnych w finansowaniu majątku. Im wyższa wartość tego wskaźnika, tym wyższy stopień zabezpieczenia ryzyka:

$$\frac{\text{kapitał własny}}{\text{aktywa ogółem}} \tag{4.9}$$

- **Wskaźnik pokrycia I** to jeden z podstawowych wskaźników służących do oceny wiarygodności kredytowej podmiotu gospodarczego. Zgodnie z tzw. złotą regułą bilansową kapitał własny musi pokrywać co najmniej majątek trwały przedsiębiorstwa i część majątku obrotowego. Uważa się bowiem, że potencjalny kredytobiorca powinien posiadać na tyle kapitału własnego, aby mógł spłacić kredyt ze środków własnych. Im wyższa jest zaś nadwyżka kapitału własnego nad kapitałem obcym, tym przedsiębiorstwo staje się pewniejszym kredytobiorcą:

$$\frac{\text{kapitał własny}}{\text{majątek trwały}} \tag{4.10}$$

- **Wskaźnik pokrycia II**. Zgodnie ze wspomnianą już „złotą regułą bilansową" majątek trwały powinien być nie mniejszy niż kapitał własny przedsiębiorstwa, a w najgorszym wypadku nie mniejszy niż kapitał własny łącznie z długoterminowym kapitałem obcym. Wskaźnik ten powinien wynosić co najmniej 1, a im wyższa jego wartość, tym wyższa stabilność finansowa przedsiębiorstwa. Niebezpieczna zaś może okazać się sytuacja, kiedy kształtuje się on poniżej jedności. Świadczyć to może o tym, że majątek trwały finansowany jest krótkoterminowym kapitałem obcym, co może prowadzić do utraty płynności finansowej:

$$\frac{\text{kapitał własny + długoterminowy kapitał obcy}}{\text{majątek trwały}} \tag{4.11}$$

Wskaźniki struktury majątku i kapitału są podstawą do wstępnej oceny sytuacji majątkowej i finansowej przedsiębiorstwa, ponieważ zwracają uwagę na powiązania i zależności zachodzące między elementami składowymi aktywów i pasywów bilansu.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

- **Wskaźnik udziału kapitału własnego w kapitale całkowitym** obrazuje stopień samofinansowania posiadanego majątku oraz zakres odpowiedzialności finansowej przedsiębiorstwa za efekty gospodarowania. Zależy on od ogólnego ryzyka w branży i ryzyka potencjalnego kredytobiorcy. Im jest on wyższy, tym większa jest stabilizacja finansowa przedsiębiorstwa:

$$\frac{\text{kapitał własny}}{\text{kapitał całkowity}} \tag{4.12}$$

Warto jednak zauważyć, że przedsiębiorstwo nie musi biernie czekać na ocenę swojej kondycji finansowej przeprowadzaną przez bank. Przed złożeniem wniosku kredytowego może ono samodzielnie przeprowadzić taką analizę i dzięki niej zidentyfikować swoje słabe punkty. Co więcej, może ono z wyprzedzeniem podjąć odpowiednie decyzje gospodarcze, które pozwolą mu realizować założone cele i jednocześnie korzystnie wpłyną na strukturę bilansu oraz rachunku wyników, a więc na wskaźniki finansowe.

Przykładowo przedsiębiorstwo może optymalizować poziom należności oraz zapasów (wskaźnik rentowności aktywów ROA). Skutkiem takiego postępowania będzie zmniejszenie poziomu aktywów i równoczesne podniesienie ich rentowność. Poziom należności może być kształtowany chociażby poprzez odpowiednią politykę handlową, a poziom zapasów przez wdrożenie bardziej sprawnego systemu logistycznego, np. dostaw *just in time*.

Dzięki odpowiedniej polityce kredytowej przedsiębiorstwo może również kształtować poziom kapitałów. Przykładowo podmiot gospodarczy, który w sposób przemyślany podchodzi do polityki inwestycyjnej (wskaźnik ROI), może poszukiwać alternatywnych źródeł finansowania, które nie pogorszą jego sytuacji kredytowej i tym samym pozwolą na wykorzystanie z kredytu bankowego w późniejszym czasie. Dzieje się tak przy wykorzystaniu np. leasingu operacyjnego do finansowania zakupu środków trwałych – w tym przypadku zobowiązania długoterminowe przedsiębiorstwa nie ulegną zwiększeniu.

Jeśli przedsiębiorstwo chciałoby poprawić wskaźniki płynności, może to zrobić dzięki zmianie polityki kredytów kupieckich (skrócenie terminów płatności dla swoich kontrahentów) lub stosując faktoring. Uzyskane w ten

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

sposób środki finansowe wpłyną na zmniejszenie poziomu zobowiązań bieżących.

Wskaźniki sprawności działania mogą z kolei ulec poprawie poprzez: wprowadzenie działań wpływających na zwiększenie rotacji posiadanych zapasów, usprawnienie przepływu informacji umożliwiających optymalizację zapasów lub też kształtowanie poziomu należności przez odpowiednią politykę handlową.

Optymalizując poziom aktywów, przedsiębiorca może również wpłynąć na poprawę wskaźnika kapitałowego (należącego do grupy wskaźników zadłużenia i stopnia pokrycia). Dzieje się tak dzięki ostrożnemu podejściu do inwestycji finansowanych z majątku obcego, zmianie polityki handlowej firmy, bądź też znalezieniu alternatywnych do kredytu bankowego sposobów finansowania działalności bieżącej.

Po dokonaniu oceny czynników obiektywnych i subiektywnych bank przeprowadza całościową analizę syntetyczną. W tym celu wykorzystuje się najczęściej **metodę punktową**. W pierwszym etapie tej metody bank wybiera kryteria (wskaźniki) opisujące sytuację ekonomiczną dłużnika. Może wziąć pod uwagę wskaźniki finansowe (analiza ilościowa) oraz czynniki jakościowe odnoszące się np. do kwalifikacji kadry zarządzającej, dostawców i odbiorców, branży, w której działa podmiot (analiza jakościowa). Następnie określonym wielkościom wskaźników (cechom kredytobiorcy) przyznaje się pewną liczbę punktów. Określenie liczby punktów odbywa się w zasadzie w sposób arbitralny i jest odzwierciedleniem indywidualnych preferencji banku udzielającego kredytu dla danego wskaźnika. W ostatnim etapie metody punktowej punkty te są sumowane, a uzyskana w ten sposób ocena łączna daje syntetyczny i wymierny obraz potencjału ryzyka tkwiącego w danym kredycie[36]. W stosunku do analizy opisowej metoda punktowa pozwala na większe zautomatyzowanie i zobiektywizowanie oceny przedsiębiorstwa. Na podstawie analizy sytuacji ekonomicznej kredytobiorca przydzielany jest do jednej z klas ryzyka kredytowego (ustalany jest rating przedsiębiorstwa).

Do oceny zdolności kredytowej przedsiębiorstwa mogą być stosowane także metody statystyczno-matematyczne. Dużą przydatnością cechuje się wielowymiarowa **analiza dyskryminacyjna**. Metoda ta pozwala

[36] M. Iwanicz-Drozdowska, W.L. Jaworski, Z. Zawadzka, *Bankowość…*, s. 264–266.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

m.in. na zaklasyfikowanie przedsiębiorstwa do grupy ryzyka, szczególnie jeśli jest to wstępna klasyfikacja, później zostaje ona uzupełniona dalszą analizą oraz umożliwia wczesne wykrycie symptomów zagrożenia niewypłacalnością[37].

W porównaniu do oceny wniosku o kredyt na cele bieżące znacznie bardziej złożonym procesem jest **ocena przedsięwzięć inwestycyjnych**. Wnioski kredytowe na przedsięwzięcia inwestycyjne na ogół oceniane są dwuetapowo. Najpierw przeprowadza się analizę celowości i realności projektu, mającą na celu ocenę szans jego wykonania według zaproponowanych rozwiązań techniczno-organizacyjnych i zakładanych elementów eksploatacyjnych, oraz ocenę stopnia pewności funkcjonowania w przyszłości. W drugiej kolejności dokonuje się oceny ekonomiczno-finansowej na podstawie analizy projektu. Do podstawowych mierników oceny opłacalności projektowanych przedsięwzięć inwestycyjnych należą:

- **wartość zaktualizowana netto NPV** (*net present value*), obliczana jest jako suma zdyskontowanych wpływów gotówkowych netto (*net cash flow*) z kolejnych lat prognozowanej działalności, rozumianych jako różnica pomiędzy rocznymi przychodami i wydatkami pieniężnymi,
- **wewnętrzna stopa zwrotu IRR** – to taki poziom stopy dyskontowej, przy którym wartość zaktualizowana netto NPV przedsięwzięcia inwestycyjnego jest równa zeru,
- **stopa pokrycia kosztów przez przychody**, obliczana jest jako relacja zdyskontowanych przychodów brutto do zdyskontowanych kosztów brutto,
- **okres zwrotu**, który oblicza się jako relację pomiędzy nakładami inwestycyjnymi a zyskiem netto,
- **prosta stopa zwrotu**, którą oblicza się jako relację zysku w normalnym roku eksploatacji, przy pełnym wykorzystaniu mocy produkcyjnych, do początkowego nakładu inwestycyjnego lub kapitału,
- **próg rentowności** – jest techniką badania powiązań między ponoszonymi kosztami i przewidywanymi przychodami dla różnych poziomów

[37] *Ibidem*, s. 266.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

wykorzystania mocy produkcyjnych; jest to punkt wyrównania, w którym przychody ze sprzedaży są równe kosztom produkcji[38].

Szczególną uwagę należy zwrócić na fakt, iż przedsiębiorstwa szukające dostępnych i najbardziej optymalnych rozwiązań w sferze prowadzenia swojej działalności operacyjnej lub inwestycyjnej powinny przeprowadzić szereg symulacji finansowych opartych na rachunku wyników, bilansie i przepływie środków pieniężnych (*cash flow*). Otrzymane wyniki pozwolą przedsiębiorstwu uzyskać odpowiedź na pytanie, czy w ogóle zasadne jest poszukiwanie zewnętrznych źródeł finansowania, a jeżeli tak, to czy będzie to kredyt bankowy czy też inne, alternatywne źródła finansowania. Przeanalizowane w ten sposób opcje umożliwią mu realizację założonych celów warunkujących jego rozwój.

Przygotowana przez pracownika banku dokumentacja kredytowa jest następnie przekazywana do komitetu kredytowego oddziału banku, na którym sprawa jest referowana przez inspektora i naczelnika wydziału kredytów, w obecności m.in. dyrektora oddziału. Zadaniem członków komitetu kredytowego jest wszechstronna ocena złożonego wniosku. Formalnie komitet kredytowy jest tylko ciałem doradczym, zwykle jednak jego opinia jest respektowana przez dyrektorów. Decyzję kredytową, czyli decyzję o tym, czy udzielić kredytu, a jeżeli tak, to na jakich warunkach, podejmuje jednoosobowo dyrektor oddziału, najczęściej zgodnie z opinią komitetu kredytowego. W przypadku kredytów bardzo dużych (np. 5 mln zł) decyzja kredytowa należy do prezesa banku. Wtedy dokumentacja z wnioskiem o wyższy kredyt wraz z uwagami komitetu kredytowego oddziału jest przesyłana do centrali banku, gdzie jest ponownie rozpatrywana – tym razem przez komitet kredytowy centrali[39].

[38] Zob. szerzej: M. Iwanicz-Drozdowska, W.L. Jaworski, A. Szelągowska, Z. Zawadzka, *Bankowość. Instytucje, operacje, zarządzanie*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2013, s. 270–272.

[39] Z. Dobosiewicz, *Kredyty i gwarancje bankowe*, PWE, Warszawa 2007, s. 91–92.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

4.4. Umowa kredytowa

Po pozytywnym zakończeniu weryfikacji przedsiębiorstwo podpisuje z bankiem umowę kredytową, na mocy której, zgodnie z art. 69 Prawa bankowego, bank zobowiązuje się oddać do dyspozycji kredytobiorcy, na czas oznaczony w umowie, kwotę środków pieniężnych z przeznaczeniem na ustalony cel, a kredytobiorca zobowiązuje się do korzystania z niej na warunkach określonych w umowie, zwrotu kwoty wykorzystanego kredytu wraz z odsetkami w oznaczonych terminach spłaty oraz zapłaty prowizji od udzielonego kredytu.

Umowa kredytu charakteryzuje się pewnymi cechami; jest ona:

- konsensualna, czyli dochodzi do skutku z momentem jej podpisania,
- dwustronnie obowiązująca, ale nie wzajemna (bank zobowiązuje się do udostępnienia kredytobiorcy określonej kwoty pieniędzy, a kredytobiorca zobowiązuje się do korzystania z tej kwoty na warunkach określonych w umowie i do jej zwrotu wraz z odsetkami w oznaczonym terminie),
- odpłatna (bank za udostępnione kredytobiorcy środki pobiera zapłatę w postaci odsetek, prowizji, a w przypadku opóźnienia w spłacie kredytu również odsetek za zwłokę),
- terminowa (musi być określony termin, na jaki umowa została zawarta),
- celowa (w umowie jest zawsze określony cel, na jaki mają być przeznaczone środki z kredytu),
- pieniężna (bank stawia do dyspozycji kredytobiorcy kwotę pieniędzy, a kredytobiorca jest zobowiązany do jej zwrotu na określonych warunkach),
- zastrzeżona do wyłącznej kompetencji banków (działalnością kredytową mogą się zajmować jedynie banki)[40].

Według ustawy Prawo bankowe (art. 69) umowa kredytowa powinna być zawarta na piśmie i określać w szczególności:

- strony umowy,
- kwotę i walutę kredytu,
- cel, na który kredyt został udzielony,

[40] K. Gigol, *Opłacalność działalności kredytowej banku*, Twigger, Warszawa 2000, s. 61–62.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

- zasady i termin spłaty kredytu,
- w przypadku umowy o kredyt denominowany lub indeksowany do waluty innej niż waluta polska – szczegółowe zasady określania sposobów i terminów ustalania kursu wymiany walut, na podstawie którego w szczególności wyliczana jest kwota kredytu, jego transz i rat kapitałowo-odsetkowych oraz zasad przeliczania na walutę wypłaty albo spłaty kredytu,
- wysokość oprocentowania kredytu i warunki jego zmiany,
- sposób zabezpieczenia spłaty kredytu,
- zakres uprawnień banku związanych z kontrolą wykorzystania i spłaty kredytu,
- terminy i sposób postawienia do dyspozycji kredytobiorcy środków pieniężnych,
- wysokość prowizji, jeżeli umowa ją przewiduje,
- warunki dokonywania zmian i rozwiązania umowy.

W umowie kredytowej mogą znaleźć się także inne zapisy, które strony umowy chcą umieścić. Zasada jest jedynie taka, że nie mogą być one sprzeczne z prawem lub zmierzać do obejścia prawa, ponieważ spowoduje to nieważność całej umowy lub jej części[41]. Ponieważ przepisy stanowią, że umowa kredytowa jest zawierana w formie pisemnej, wszystkie zmiany i uzupełnienia tej umowy także muszą być zawarte na piśmie. Najczęściej mają one formę aneksu do umowy[42]. Tekst umowy kredytowej jest zwykle krótki. Jest to możliwe dlatego, że każdy bank opracowuje regulaminy wewnętrzne (każdy dla innego typu kredytu). Kredytobiorcę obowiązują ustalenia tego regulaminu, precyzujące szczegółowo warunki stosunku kredytowego. Regulamin wiąże kredytobiorcę, jeżeli zostanie mu doręczony najpóźniej przy zawarciu umowy. Ma to praktyczne znaczenie, ponieważ umowa zawiera elementy o charakterze prawno-ekonomicznym (cel kredytu, warunki jego spłaty, warunki ewentualnego wypowiedzenia umowy itp.)[43]. Jeżeli wystąpi sprzeczność między umową kredytową a regulaminem, strony obowiązuje umowa.

---

41 Art. 58 k.c.; K. Gigol, *Opłacalność działalności kredytowej banku*, s. 62.

42 Art. 77 k.c.

43 W.L. Jaworski, Z. Zawadzka, *Bankowość – podręcznik akademicki*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2002, s. 272 oraz Z. Dobosiewicz, *Bankowość*, PWE, Warszawa 2011, s. 179.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Umowa kredytowa może zostać podpisana tylko przez osoby do tego upoważnione. Przy kredycie gospodarczym dla przedsiębiorstw prywatnych w rejestrach, w których wpisana jest osoba prawna, zwykle wskazane są osoby uprawnione do zawierania umowy kredytowej. Osoba prawna może ustanowić pełnomocnika upoważnionego do działania w jej imieniu, ale musi być to wyraźnie stwierdzone w pełnomocnictwie[44].

4.5. Koszt kredytu

Na koszt kredytu zwykle składa się prowizja i oprocentowanie. Większość banków ustala oprocentowanie, powiększając podstawową stopę procentową (tzw. stopę bazową) o dodatkowe punkty procentowe (tzw. marża ryzyka) wynikające z szacowanego poziomu ryzyka umowy kredytowej podpisanej z danym podmiotem gospodarczym. W praktyce przedsiębiorstwa mogą spotkać się z naliczaniem prowizji m.in. za:

- przyjęcie wniosku kredytowego przez bank,
- przyjęcie do oceny wniosku o zmianę warunków umowy o kredyt,
- przygotowanie umowy kredytu (tzw. prowizja przygotowawcza),
- uruchomienie kredytu, gdy ma miejsce wypłata gotówkowa,
- prolongatę terminu spłaty kredytu, transzy, raty,
- zmianę waluty kredytu (przewalutowanie),
- inne zmiany (np. zmiana prawnego zabezpieczenia, zmiana harmonogramu spłat, zmniejszenie linii kredytowej w rachunku bieżącym),
- przedterminową spłatę kredytu.

4.6. Zabezpieczenia kredytowe

Każde przedsiębiorstwo musi zaproponować bankowi odpowiednie zabezpieczenie spłaty danego kredytu. Jego formę i ilość ustala bank, biorąc pod uwagę: rodzaj i wysokość kredytu, okres jego spłaty, a także sytuację ekonomiczną podmiotu gospodarczego, historię dotychczasowej współpracy oraz rodzaje i płynność proponowanych zabezpieczeń.

[44] Z. Dobosiewicz, *Bankowość*, s. 179.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Prawne formy zabezpieczenia zwrotności kredytu dzieli się na dwie podstawowe grupy: zabezpieczenia osobiste i rzeczowe.

Istotą **zabezpieczeń osobistych** jest to, że udzielający takiego zabezpieczenia dłużnik lub osoba trzecia odpowiada całym swoim obecnym i przyszłym majątkiem za wszystkie zobowiązania wynikłe z podpisanej umowy kredytowej. Zalicza się do nich najczęściej:

- **poręczenie według prawa cywilnego** – umowę, przez którą poręczyciel zobowiązuje się do spłaty kredytu wraz z odsetkami i innymi kosztami, na wypadek gdyby kredytobiorca nie spłacił kredytu w oznaczonym terminie. Jej zawarcie następuje przez przyjęcie przez bank oświadczenia poręczyciela, którym może być zarówno osoba fizyczna, jak i prawna. Oświadczenie to powinno być pod rygorem nieważności złożone na piśmie;
- **weksel własny in blanco** od kredytobiorcy lub osoby trzeciej jako zabezpieczenie swoich wierzytelności. W wekslu tym nie określa się sumy wekslowej ani terminu płatności. Do weksla dołączana jest zwyczajowo deklaracja wekslowa, w której kredytobiorca upoważnia bank do wypełnienia weksla in blanco w przypadku niedotrzymania terminów i kwot spłaty zaciągniętego kredytu z należnymi odsetkami, prowizją i pozostałymi kosztami;
- **poręczenie według prawa wekslowego** (awal) jest umową, na podstawie której poręczyciel zobowiązuje się do spłaty kredytu bankowego, w przypadku gdyby kredytobiorca nie spłacił go w umownym terminie. Poręczyciel umieszcza na przedniej stronie weksla słowo „poręczam" i tym samym odpowiada solidarnie z dłużnikiem za dane zobowiązanie wekslowe;
- **przystąpienie do długu**, do którego może przystąpić osoba trzecia niewystępująca dotychczas w charakterze strony. Odpowiada ona solidarnie z kredytobiorcą, który nie zostaje z długu zwolniony. Może to nastąpić w drodze umowy między bankiem a osobą przystępującą do długu lub między kredytobiorcą a przystępującym do długu, ale skutki prawne takiej umowy powstają z chwilą powiadomienia o tym banku;
- **przejęcie długu**, do którego dochodzi w drodze pisemnej umowy zawartej pomiędzy bankiem a osobą trzecią, która przejmuje dług kredytowy, z równoczesnym zwolnieniem dotychczasowego kredytobiorcy z zobowiązań

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

wobec banku. Przejęcie długu następuje najczęściej w przypadku przekształceń własnościowych lub reorganizacji przedsiębiorstwa, w konsekwencji czego działalność, na prowadzenie której udzielono kredytu, została przejęta przez inny podmiot prawa;

- **przelew (cesja) wierzytelności** jest umową pomiędzy kredytobiorcą a bankiem udzielającym kredytu, w której kredytobiorca przenosi (ceduje) na bank swoje prawo do otrzymania konkretnej należności za sprzedane dobra. Rozróżnia się dwa rodzaje cesji. W cesji globalnej kredytobiorca ceduje na bank wszystkie istniejące lub przyszłe wierzytelności wynikające z prowadzonej działalności gospodarczej. Cesja może również dotyczyć jednej, konkretnej wierzytelności lub kilku wierzytelności, co powinno być wyraźnie określone w umowie. Akt cesji wierzytelności powinien być dokonany w formie pisemnej, przy równoczesnym pisemnym powiadomieniu dłużnika przez kredytobiorcę o dokonanej cesji wierzytelności na rzecz banku. Bank może uzależnić udzielenie kredytu od otrzymania takiego potwierdzenia[45];
- **pełnomocnictwo** do dysponowania rachunkiem bankowym, które może być udzielone przez kredytobiorcę lub osobę trzecią i dotyczyć dysponowania zarówno rachunkami oszczędnościowymi, jak i rachunkami bieżącymi[46];
- **gwarancję bankową**, która jest samodzielnym, pisemnym zobowiązaniem innego banku, podejmowanym na zlecenie klienta. Bank ten oświadcza, że zgodnie z jej treścią zaspokoi przyjmującego gwarancję beneficjenta (kredytodawcę), jeżeli zleceniodawca (przedsiębiorstwo) nie wywiąże się wobec niego z zobowiązań zawartych w umowie. Gwarancja, będąc niezależnym zobowiązaniem banku, nie może być odwołana, chyba że przewidziano to w jej treści.

Drugi rodzaj prawnych zabezpieczeń spłaty kredytu stanowią **zabezpieczenia rzeczowe**, w przypadku których bank egzekwuje swoje roszczenia z części majątku (np. zastawionych rzeczy lub praw majątkowych) dłużnika lub osoby trzeciej. Przyjmując takie zabezpieczenie, kredytodawca ma prawo

[45] Z. Krzyżkiewicz, *Podręcznik do nauki bankowości*, s. 120.

[46] E. Gostomski, L. Fiedziuk, M. Śliwińska, *Przewodnik bankiera. Vademecum wiedzy o bankowości*, BODiE, Poznań 2013, s. 114–115.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

zaspokoić się przed innymi wierzycielami nawet wtedy, gdy przedsiębiorca przeniesie jego własność na inną osobę. W przypadku ustanowienia zabezpieczenia na rzeczach (towarach, maszynach) zazwyczaj bank domaga się dodatkowo cesji praw z polis ubezpieczeniowych dotyczących tych rzeczy. Do zabezpieczeń rzeczowych zalicza się:

- **blokadę środków pieniężnych w walucie krajowej lub obcej na oprocentowanym rachunku bankowym**, której bank dokonuje na pisemny wniosek posiadacza rachunku. We wniosku tym kredytobiorca określa kwotę i termin blokady oraz dołącza upoważnienie uprawniające bank do pobrania z zablokowanego rachunku wymagalnej wierzytelności. Przedmiotem blokady mogą być środki kredytobiorcy lub osób trzecich, poręczających za kredytobiorcę wraz z ich pisemną zgodą (jako posiadaczy rachunków) na dokonanie blokady;
- **kaucję**, która jest zabezpieczeniem podobnym do blokady środków pieniężnych na rachunku bankowym. Bank przyjmuje kaucję w postaci gotówki w walucie krajowej lub obcej, albo w postaci bonów oszczędnościowych na okaziciela. W tym celu niezbędne jest zawarcie pisemnej umowy, w której kredytobiorca upoważnia bank do wykorzystania złożonej kaucji na pokrycie niespłaconego kredytu. Kaucja jest przechowywana na rachunku nieoprocentowanym;
- **zastaw na zasadach ogólnych** to umowa pomiędzy bankiem a zastawcą. Konieczne jest wydanie bankowi rzeczy, która pozostaje do jego dyspozycji aż do całkowitego wygaśnięcia zabezpieczanej przez nią wierzytelności;
- **bankowy zastaw rejestrowy** ustanawiany na rzeczach będących własnością kredytobiorcy lub osoby trzeciej z pozostawieniem ich w posiadaniu zastawcy. Bank ma prawo do dochodzenia swoich roszczeń z pierwszeństwem przed osobistymi wierzycielami kredytobiorcy. Kredytobiorca korzystający z przedmiotu zastawu powinien dbać o zachowanie go w dobrym stanie. Zastaw rejestrowy został wprowadzony w Polsce w 1998 r.[47] Ustanowienie zastawu na pojeździe mechanicznym należy odnotować w dowodzie rejestracyjnym;

[47] Ustawa z dnia 6 grudnia 1996 r. o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów (tekst jedn. Dz. U. z 2017 r., poz. 1278 z późn. zm.).

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

- **zastaw na prawach według kodeksu cywilnego**, którego przedmiotem są wierzytelności pieniężne, wkłady oszczędnościowe, udziały w spółce itp. Jego ustanowienie wymaga zawarcia pisemnej umowy i wydania odpowiedniego dokumentu, jeżeli jest to potrzebne do przeniesienia prawa[48];
- **przewłaszczenie na zabezpieczenie**, czyli przeniesienie własności rzeczy ruchomych (najczęściej pojazdów, dóbr trwałego użytku i towarów w magazynie) stanowiących własność kredytobiorcy lub osób trzecich, na rzecz banku do czasu spłaty kredytu. Zwykle właściciel ma prawo do bezpłatnego użytkowania rzeczy przewłaszczonej, a w przypadku niespłacenia kredytu bank ma ułatwione przejęcie tego zabezpieczenia, ponieważ formalnie jest już jego właścicielem;
- **hipotekę**, czyli ograniczone prawo rzeczowe do nieruchomości ustanowione pomiędzy dłużnikiem a bankiem poprzez wpis do księgi wieczystej. Przedmiotem hipoteki może być grunt, niezabudowany lub z domem, użytkowanie wieczyste gruntu i własnościowe spółdzielcze prawo do mieszkania lub domu.

Swojego rodzaju uzupełnieniem rzeczowych i osobowych zabezpieczeń spłaty kredytu przez kredytobiorcę są dodatkowe warunki (klauzule) zwane ***covenants***[49]. Wymuszają one na przedsiębiorstwie odpowiednie zachowanie lub zaniechanie działań mających wpływ na kształtowanie się i przeznaczenie przyszłych strumieni pieniężnych. Są to indywidualne rozwiązania negocjowane przez bank i potencjalnego kredytobiorcę w zależności od takich czynników, jak: zdolność kredytowa dłużnika, branża, rodzaj finansowanego projektu itp. Można je połączyć w dwie grupy: klauzule finansowe i klauzule ochronne (negatywne). Klauzule finansowe (*financial covenants*) określają dodatkowe warunki finansowe, które przedsiębiorstwo musi spełnić, aby otrzymać kredyt w banku (np. zobowiązuje się do utrzymywania w okresie spłaty kredytu określonej wielkości dochodów, ustalonej wartości kapitału

[48] E. Gostomski, L. Fiedziuk, M. Śliwińska, *Przewodnik bankiera…*, s. 115–116. K. Stępień, *Bankowość podstawy*, Wydawnictwo i Handel Książkami „KaBe", Krosno 2015, s. 111–113.

[49] Termin *covenants* pochodzi z języka angielskiego i tłumaczony jest jako umowy lub porozumienia.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

własnego lub też określonej relacji kapitału obcego do kapitału własnego). Natomiast klauzule ochronne (*protective covenants*) zabraniają kierownictwu przedsiębiorstwa podejmowania określonych działań, które mogłyby utrudnić odzyskanie należności przez bank w przypadku ogłoszenia upadłości kredytobiorcy[50].

4.7. Monitoring i spłata kredytu

Monitorowanie kredytobiorców to system bieżącej weryfikacji zdolności klienta do spłaty kredytu w czasie funkcjonowania umowy kredytowej. Pełni on funkcję informacyjną dotyczącą całego portfela kredytowego danego banku oraz zabezpieczającą przed ewentualnym pogorszeniem się sytuacji kredytowej kredytobiorców oraz banku. Badanie zdolności kredytowej po udzieleniu kredytu powinno obejmować obserwację: przebiegu wykorzystania i obsługi kredytu, rozwoju sytuacji ekonomiczno-finansowej kredytobiorcy, zmian zachodzących w przedsiębiorstwie (zarządu, formy prawnej, zakresu i celu działania przedsiębiorstwa), zmian wartości zabezpieczeń, analizę jakości składanych informacji, a także bieżącą obserwację otoczenia makroekonomicznego oraz branżowego kredytobiorcy[51].

Przedsiębiorstwo musi pamiętać, że bank monitorujący sposób wykorzystania i spłatę kredytu może wyciągać wnioski ostrzegające go przed niewypłacalnością przedsiębiorstwa. Do takich wczesnych oznak należą m.in.: niechęć do udzielania informacji, późne przedstawianie sprawozdań finansowych, obniżające się marże zyskowności, przeciwstawne tendencje w stosunku do trendów w branży, spadek jakości produkcji, podniesienie się relacji zaległych należności do wartości sprzedaży, niedotrzymywanie umów, spadek zamówień oraz redukcja wydatków na badania, reklamę, kształcenie kadr.

---

[50] Szerzej o *covenants* zob. E. Gostomski, *Covenants jako instrumenty ograniczania ryzyka kredytowego*, s. 68–74.

[51] Szerzej zob. M. Iwanicz-Drozdowska, W.L. Jaworski, A. Szelągowska, Z. Zawadzka, *Bankowość* (2017), s. 282–284 oraz W.L. Jaworski, Z. Zawadzka, *Bankowość. Zagadnienia podstawowe*, s. 272–273.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Przedsiębiorstwo może spłacać kredyt jednorazowo lub w ratach. Jeżeli kredytobiorca nie spłaci kredytu, bank wszczyna postępowanie upominawcze. Gdy pomimo ponaglenia dłużnik nie wykona swojego zobowiązania płatniczego, przenosi niespłaconą kwotę na rachunek wyżej oprocentowanego kredytu przeterminowanego. Często bank zawiera z kredytobiorcą porozumienie dotyczące prolongowania terminów spłaty kredytu. Jeżeli te działania zawiodą, bank przystępuje do spłaty tego kredytu z wpływów na rachunek bieżący kredytobiorcy, a także z innych rachunków bankowych, albo zaspokaja swoje należności z prawnych form zabezpieczenia kredytu. Warto przy tym wspomnieć, że do dnia 1 sierpnia 2016 r. banki mogły korzystać z uproszczonego postępowania egzekucyjnego. Księgi banków, wyciągi z tych ksiąg podpisane przez te banki i opatrzone ich pieczęcią oraz wszelkie inne w ten sam sposób wystawione dokumenty mają moc prawną dokumentów urzędowych. Tym samym stanowiły podstawę dokonywania wpisów w księgach wieczystych i rejestrach publicznych. Obecnie banki wykorzystują weksel własny in blanco złożony przez kredytobiorcę lub osobę trzecią, stosują notarialne oświadczenie kredytobiorcy o podaniu się egzekucji komorniczej lub dochodzą swoich roszczeń w postępowaniu nakazowym cywilnym.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

ROZDZIAŁ 5

FINANSOWANIE TRANSAKCJI HANDLU ZAGRANICZNEGO

5.1. Specyfika i formy finansowania handlu zagranicznego

Finansowanie transakcji eksportowych i importowych różni się pod względem ponoszonego przez przedsiębiorstwo ryzyka i kosztów pozyskiwania kapitału od finansowania działalności gospodarczej niewychodzącej poza granice kraju. Stąd konieczność odrębnego rozpatrzenia problematyki finansowania handlu zagranicznego.

Występujące w praktyce formy finansowania transakcji zagranicznych najczęściej klasyfikuje się według trzech kryteriów: przedmiotowego, podmiotowego i czasowego. Ze względu na przedmiot finansowania wyróżnia się:

- finansowanie cyklu produkcji eksportowej, nazywane też prefinansowaniem eksportu (*pre-shipment financing*),
- finansowanie cyklu rozliczeniowego transakcji eksportowej, określane również mianem postfinansowania (*post-shipment financing),*
- finansowanie importu (kredyt dla nabywców/importerów).

Według kryterium podmiotowego, czyli biorąc pod uwagę podmioty udzielające kredytu na sfinansowanie transakcji zagranicznej, wyróżniamy kredyty:

- handlowe, nazywane też kupieckimi lub towarowymi,
- bankowe, które w praktyce występują w bardzo zróżnicowanej postaci,

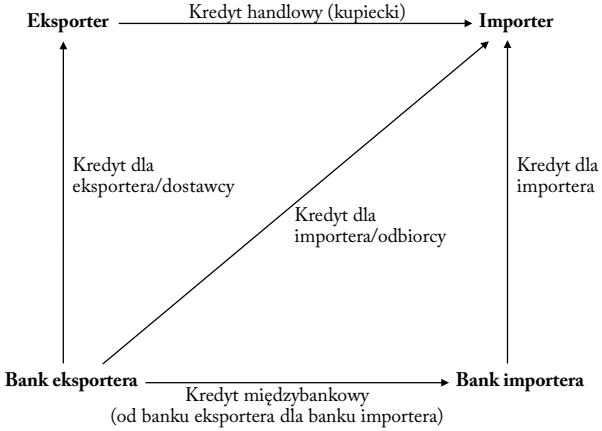
Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

- rządowe, które najczęściej są kredytami „wiązanymi", udzielanymi importerom przez kraj eksportera na zakup konkretnych towarów lub usług pochodzących z tego kraju,
- pochodzące od instytucji i organizacji międzynarodowych,
- mieszane, które są udzielane we współpracy podmiotów państwowych z prywatnymi.

Ze względu na okres kredytowania wyróżnia się finansowanie:

- krótkoterminowe (spłata zadłużenia następuje do 1 roku),
- średnioterminowe (okres kredytowania wynosi od 1 roku do 3 lat),
- długoterminowe (kredyt jest udzielany na ponad 3 lata).

W syntetyczny sposób główne formy finansowania handlu zagranicznego przedstawiono na rys. 5.1.



Rysunek 5.1. Relacje finansowe w handlu zagranicznym
Źródło: C. Büter, *Aussenhandel. Grundlagen internationaler Handelsbeziehungen,* Springer Gabler, Berlin Heidelberg 2013, s. 324.

Finansowanie eksportu obejmuje proces pozyskiwania środków finansowych na wyprodukowanie lub zakup na rynku krajowym dóbr przeznaczonych na eksport (prefinansowanie) i rozliczania transakcji eksportowych (postfinansowanie). Problematykę finansowania eksportu można rozpatrywać zarówno w skali makro-, jak i mikroekonomicznej. Finansowanie w skali makroekonomicznej wiąże się z przepływami kapitałów na świecie, w których

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

ważną rolę odgrywają rządy, banki międzynarodowe i banki centralne. Zaś finansowanie eksportu w aspekcie mikroekonomicznym oznacza pozyskiwanie kapitału na produkcję eksportową i finansowanie importerów kupujących towary zagraniczne na kredyt. W procesie tym, oprócz eksporterów i importerów, występują banki komercyjne, instytucje ubezpieczeń kredytów eksportowych i państwowe instytucje wspierające eksporterów.

Istotą prefinansowania, czyli finansowania cyklu produkcyjnego, jest pozyskiwanie środków na wydatki związane z wytwarzaniem dóbr przeznaczonych na eksport, zaś istotą prefinansowania, czyli finansowania cyklu rozliczeniowego, jest pokrycie eksporterowi kosztów zamrożenia środków w okresie od momentu wysłania towarów i dokumentacji eksportowej do importera lub jego banku do czasu uzyskania przez niego pieniędzy za dostawę[1]. Obydwa etapy transakcji eksportowej wymagają oprócz zaangażowania środków własnych eksportera z reguły zasilenia zewnętrznego w postaci kredytu bankowego, zaliczki od importera lub pożyczki z międzynarodowej instytucji finansowej. Wielkość zapotrzebowania na środki ze źródeł zewnętrznych zależy od wyposażenia eksportera w kapitał własny i od rodzaju eksportowych towarów; z racji dużej wartości pojedynczej transakcji i dłuższego cyklu produkcyjno-rozliczeniowego jest ono znacznie większe w przypadku eksportu dóbr inwestycyjnych niż w przypadku eksportu towarów zaopatrzeniowych i konsumpcyjnych.

Eksport towarów inwestycyjnych (maszyny, urządzenia, kompletne obiekty przemysłowe) wymaga zaangażowania najpierw w produkcję, a potem w finansowanie cyklu rozliczeniowego transakcji (ich sprzedaż następuje na warunkach kredytowych) dużych środków finansowych, przewyższających możliwości kapitałowe ich producentów i eksporterów. Konieczne jest zatem korzystanie z finansowania obcego w postaci zaliczek od nabywców, kredytów bankowych i pożyczek od instytucji państwowych lub organizacji międzynarodowych. Ponadto finansowanie eksportu towarów inwestycyjnych wymaga często przerzucenia części ryzyka z tym związanego na wyspecjalizowaną instytucję ubezpieczeniową, prywatną lub państwową, gwarantującą zapłatę za wyeksportowane dobra.

[1] T.H. Bednarczyk, *Instrumenty wspierania eksportu. Kredyty i ubezpieczenia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 31.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Natomiast **eksport towarów konsumpcyjnych i zaopatrzeniowych**, które charakteryzują się krótszym cyklem produkcyjno-rozliczeniowym, finansowany jest głównie środkami własnymi eksportera. Rolę uzupełniającą pełnią przy tym przedpłaty (zaliczki) importerów oraz krótkoterminowe kredyty bankowe. Rozliczenie transakcji eksportowej, której przedmiotem są towary konsumpcyjne lub zaopatrzeniowe, następuje najczęściej w trybie płatności natychmiastowej (akredytywa gotówkowa, inkaso gotówkowe, czek, polecenie wypłaty). Zaś rzadziej stosuje się płatność odroczoną, co jest równoznaczne z udzieleniem importerowi kredytu kupieckiego i w konsekwencji wymaga zaciągnięcia przez eksportera krótkoterminowego kredytu bankowego.

5.2. Kredyty handlowe w obrotach towarowych z zagranicą

Najstarszą formą finansowania transakcji zagranicznych są **kredyty handlowe** (kupieckie, towarowe). Stanowią one instrument pozabankowego finansowania działalności przedsiębiorców dokonujących transakcji handlowych z zagranicą. Kredyt handlowy (kupiecki) w zagranicznym obrocie gospodarczym związany jest z konkretną transakcją eksportową. Nie jest objęty oddzielną umową kredytową, lecz zapisy dotyczące tego kredytu stanowią część postanowień kontraktu eksportowego.

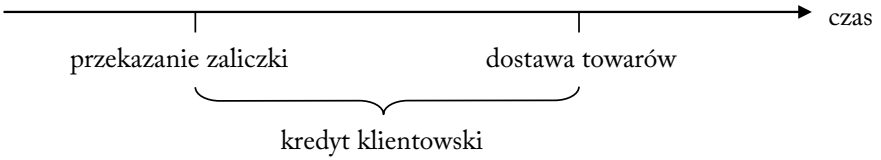
Kredyt handlowy najczęściej występuje w związku z odroczeniem importerowi przez eksportera płatności za sprzedany mu towar. Dobra zostają więc przekazane nabywcy bez zapłaty gotówkowej, w zamian za jego zobowiązanie, że ureguluje należność w późniejszym terminie. Dzięki kredytowi handlowemu przedsiębiorstwo nie nadweręża tak bardzo swego kapitału własnego i w pewnym stopniu uniezależnia się od kredytów bankowych.

Z reguły kredyty handlowe mają charakter krótkoterminowy, ale czasami udzielane są także na dłuższy okres. Najkrócej w Europie na zapłatę za fakturę czeka się w Niemczech (średnio 30 dni), Finlandii (31 dni) i w Polsce (32 dni), a najdłużej w Grecji (83 dni), Hiszpanii (80 dni) i we Włoszech (66 dni)[2].

[2] *Polskie firmy płacą w terminie*,. http://forsal.pl/artykuly/606512,polskie-firmy-placa-w-terminie-przynajmniej-w-porownaniu-z-poludniem-europy.html [dostęp: 20.01.2018].

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Częściej eksporter finansuje importera niż importer eksportera. W pierwszym przypadku występuje kredyt handlowy dla odbiorcy, a w drugim przedpłata (zaliczka). Przedpłata importera, zwana też kredytem klientowskim, polega na częściowej zapłacie eksporterowi przez importera za towar stanowiący przedmiot transakcji zagranicznej jeszcze przed fizycznym dostarczeniem go importerowi. Kredyt ten można przedstawić na osi czasu w następujący sposób:



Rysunek 5.2. Umiejscowienie w czasie zaliczki od importera dla eksportera
Źródło: Opracowanie własne.

Płatności zaliczkowe w handlu zagranicznym występują szczególnie w dwóch sytuacjach:

- gdy istnieje duża rozbieżność w czasie pomiędzy dniem podpisania kontraktu eksportowego a planowanym terminem rzeczywistej dostawy towarów,
- gdy przedmiotem kontraktu eksportowego są specjalistyczne produkty lub usługi na rzecz importera.

Im produkt jest bardziej specjalistyczny i bardziej dostosowany do indywidualnych potrzeb nabywcy, tym wyższej zaliczki żąda eksporter od importera. Ponadto na wysokość wpłacanej zaliczki wpływa sytuacja rynkowa. Jeżeli istnieje rynek sprzedawcy na dane dobro, to żądana przedpłata jest wyższa niż w warunkach rynku nabywcy.

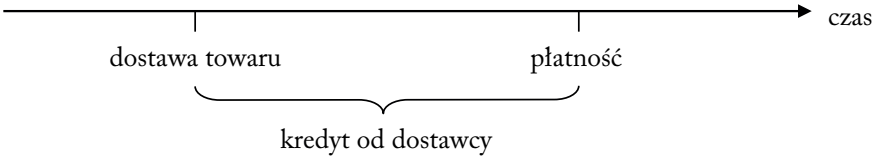
Kredyt handlowy w formie zaliczki występuje często przy imporcie maszyn i urządzeń. Zaliczka najczęściej wynosi 25% wartości zamówienia. Eksporter otrzymujący zaliczkę nie płaci z tego tytułu odsetek, ale z reguły udziela importerowi upustu cenowego, co stanowi swego rodzaju substytut oprocentowania kredytu handlowego w formie zaliczki. Kwotę otrzymanej zaliczki eksporter odlicza od należnej mu sumy za dostarczone dobra. Wpłacający

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

zaliczkę z reguły wymaga od eksportera przedstawienia gwarancji bankowej na jej zwrot w przypadku niezrealizowania zaliczkowanej dostawy.

Zaliczki od importerów są bardzo korzystną formą finansowania eksporterów, szczególnie oferujących dobra inwestycyjne. W ten sposób otrzymują oni środki na zakup niezbędnych surowców i materiałów do produkcji eksportowej i nie muszą już w tak dużym stopniu korzystać z kredytów bankowych. Ponadto uzyskują pewność, że zagraniczny kontrahent odbierze zamówione towary i zwiększa się prawdopodobieństwo, że za nie zapłaci. Natomiast importer dokonujący płatności zaliczkowej ryzykuje, iż eksporter może mu nie dostarczyć zamówionych towarów i nie zwrócić wpłaconej zaliczki. Instrumentem redukcji tego ryzyka jest wspomniana już bankowa gwarancja zwrotu zaliczki.

Istotą często stosowanego w handlu zagranicznym **kredytu od dostawcy dla nabywcy** jest finansowanie importera przez eksportera. Kredyt od dostawcy powstaje w wyniku odroczenia płatności za importowane towary, tzn. importer dokonuje zapłaty eksporterowi nie w momencie otrzymania towarów czy dokumentów handlowych reprezentujących towar (faktura, dokument przewozowy, polisa ubezpieczeniowa), lecz później. Na osi czasu można to przedstawić w następujący sposób:



Rysunek 5.3. Umiejscowienie w czasie kredytu kupieckiego od eksportera dla importera
Źródło: Opracowanie własne.

Kredyt handlowy dla importera od eksportera może być krótko-, średnio- lub długoterminowy, w zależności od przedmiotu finansowania i odległości dzielącej eksportera i importera. W przypadku długoterminowych kredytów dla odbiorców, np. związanych z dostawami maszyn i urządzeń, wymaga się, aby część wartości transakcji eksportowej importer uregulował z góry w formie przedpłaty, część w momencie dostawy towarów, a na resztę płatności

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

eksporter udziela importerowi kredytu handlowego[3]. Takie rozwiązanie bardzo często stosuje się na świecie w eksporcie dóbr inwestycyjnych i kompletnych obiektów przemysłowych. Kredyty handlowe są wtedy nie tylko instrumentem finansowania importu, ale pełnią też funkcję promocji eksportu.

W handlu zagranicznym, bez względu na formę płatności ustaloną w kontrakcie, dostawa towaru prawie zawsze wyprzedza zapłatę za ten towar lub zapłata wyprzedza dostawę towaru, występuje zatem element kredytowania jednej strony kontraktu przez drugą. Pewien zakres kredytowania występuje zatem także w transakcjach gotówkowych (natychmiastowych), w których zapłata następuje w zamian za dokumenty reprezentujące towar lub bezpośrednio za towar po jego nadejściu do miejsca przeznaczenia, jak ma to miejsce przy rozliczeniach za pomocą akredytywy dokumentowej bądź inkasa dokumentowego. Przy płatnościach za pomocą inkasa stroną kredytującą jest eksporter, ponieważ po wysłaniu towarów i dokumentów musi czekać na pieniądze do czasu aż importer odbierze te dokumenty z banku i dokona za nie zapłaty w wymaganej formie. Finansuje on więc transakcję eksportową w fazie przekazywania dokumentów i transportu towarów. Natomiast przy płatności akredytywą stroną wcześniej płacącą za importowane towary jest importer, który zleca otwarcie akredytywy jeszcze przed wysłaniem towaru. Zapłata za towar następuje po prezentacji przez eksportera dokumentów towarowych bezpośrednio po wysyłce towaru w banku, który awizował akredytywę, a więc wcześniej niż importer otrzyma dokumenty towarowe lub towar. W tym przypadku transakcję w fazie transportu towarów finansuje importer.

W handlu międzynarodowym spotyka się trzy główne formy kredytów handlowych dla importerów:

- kredyt w rachunku otwartym,
- kredyt wekslowy,
- średnio- lub długoterminowy kredyt handlowy zabezpieczony awalem bankowym, gwarancją bankową, hipoteką ustanowioną na nieruchomości importera lub papierami wartościowymi[4].

---

[3] J. Bednarz, E. Gostomski, *Pozyskiwanie kapitału na działalność gospodarczą na rynkach zagranicznych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2008, s. 110–113.

[4] U. Mrzygłód, *Kredyty jako źródło finansowania handlu zagranicznego* [w:] *Rozliczenia międzynarodowe*, red. D. Marciniak-Neider, PWE, Warszawa 2011, s. 208.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Kredyt handlowy w rachunku otwartym udzielany jest importerowi w ten sposób, że eksporter wysyła do niego towary i zapisuje w swoich księgach równowartość dostawy jako zobowiązanie importera, które ten zobowiązuje się spłacić w określonym czasie po zrealizowanych dostawach w uzgodniony wcześniej sposób. Tę formę kredytu stosuje się zwykle w okresie ustabilizowanej sytuacji na rynkach międzynarodowych, w relacjach z kontrahentami cieszącymi się pełnym zaufaniem eksportera, przy stałych dostawach surowców, towarów konsumpcyjnych, elementów do produkcji finalnej, sprzedaży części zamiennych oraz systematycznego eksportu innych dóbr. Nie jest on niczym zabezpieczony. Importer co pewien czas rozlicza się z eksporterem za otrzymane dostawy, posługując się poleceniem wypłaty lub czekiem. Kredyt kupiecki w rachunku bieżącym jest bardzo wygodny dla importera, ale dla eksportera niesie ze sobą ryzyko nieotrzymania zapłaty za wysłane towary.

Bardziej rozpowszechnioną formą kredytu handlowego dla nabywców jest kredyt wekslowy, przy którym wymagane jest zabezpieczenie należności eksportowych od importera wekslem własnym lub częściej wekslem trasowanym (tratą). Eksporter udzielający importerowi kredytu wekslowego dołącza do dokumentów reprezentujących towar (faktura, dokument przewozowy, polisa ubezpieczeniowa) tratę ciągnioną na importera i przesyła ją wraz z dokumentami do banku importera z poleceniem wydania ich importerowi w zamian za akceptację załączonej traty. Mamy wtedy do czynienia z inkasem dokumentowym typu D/A (*documents against acceptance*). Warunkiem otrzymania przez importera dokumentów handlowych może też być złożenie przez niego weksla własnego, wystawionego na zlecenie eksportera i płatnego w terminie określonym w zleceniu inkasowym.

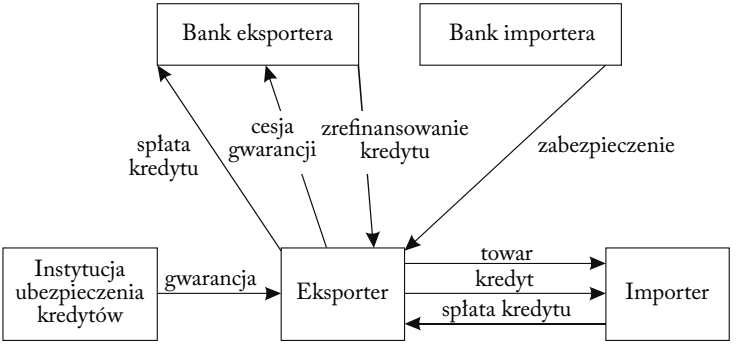
Otrzymana przez eksportera trata lub weksel własny importera ma dla niego dwojakie znaczenie: stanowi zabezpieczenie otrzymania należności i pozwala mu zrefinansować udzielony kredyt kupiecki w swoim banku za pomocą dyskonta weksli. Kredyty wekslowe udzielane są z reguły na okres nie dłuższy niż 30–180 dni, ponieważ weksle własne lub traty z dłuższym terminem płatności nie są przyjmowane przez banki do dyskonta.

Eksporterzy udzielają swoim kontrahentom także **średnio- i długoterminowych kredytów handlowych/kupieckich**. Korzystają z nich głównie

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

importerzy dóbr inwestycyjnych. Kredyty te z powodu wyższej wartości i długiego okresu spłaty, co zwiększa ryzyko, że eksporter może nie otrzymać zapłaty za dostarczone towary, wymagają solidnego zabezpieczenia prawnego. Zabezpieczeniem może być gwarancja bankowa lub awal banku importera bądź eksportera na tracie ciągnionej przez eksportera na importera. Średnio- i długoterminowe kredyty kupieckie z reguły wymagają refinansowania bankowego. Chodzi tutaj o kredyt dostawcy (*supplier's credit*).

Udzielenie przez bank kredytu refinansowego eksporterowi uzależnione jest od przedstawienia przez niego zabezpieczenia spłaty tego kredytu. Zabezpieczenie to jest dwustopniowe. Po pierwsze, eksporter musi uzyskać od zagranicznego kontrahenta wspomniane już zabezpieczenie spłaty udzielonego kredytu kupieckiego. Po drugie, eksporter, wykorzystując takie zabezpieczenie, może ubezpieczyć kredyt w instytucji ubezpieczeniowej swego kraju (w Polsce w Korporacji Ubezpieczeń Kredytów Eksportowych SA). Cesja praw z polisy ubezpieczeniowej na rzecz banku pozwala eksporterowi uzyskać z tego banku kredyt refinansowy (zob. rys. 5.4).



Rysunek 5.4. Schemat transakcji realizowanej w średnio- lub długoterminowym kredycie kupieckim
Źródło: Opracowanie własne.

Średnio- lub długoterminowy kredyt kupiecki nie jest oprocentowany, ale jego koszt wliczony jest w ceny sprzedawanych towarów, które przez to są droższe niż przy płatnościach gotówkowych. Eksporter, kalkulując ceny towarów w transakcjach z odroczonym terminem płatności, uwzględnia

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

w nich bowiem koszt kredytu, z jakiego sam korzysta w swoim banku, i ryzyko związane z kredytowaniem importera. Spłata kredytu handlowego przez importera następuje zgodnie z zapisami w klauzulach płatniczych kontraktów eksportowych w ratach kwartalnych lub półrocznych, z przychodów uzyskanych ze sprzedaży importowanych towarów.

Reasumując, kredyty handlowe dla importerów są bardzo wygodną formą finansowania importu, umożliwiającą importerom nabycie potrzebnych towarów na warunkach odroczonej płatności, a więc bez konieczności zaciągania kredytów bankowych. Importer musi oczywiście posiadać zdolność kredytową, ale cała procedura kredytowa wraz z ustanawianiem zabezpieczeń prawnych spłaty zobowiązań jest prostsza niż w przypadku ubiegania się o kredyt bankowy. W razie opóźnienia się importera ze spłatą kredytu handlowego nie jest on tak bardzo, jak w przypadku kredytu bankowego, narażony na sankcje ze strony kredytodawcy, ponieważ eksporter, myśląc o przyszłości, nie chce utracić dotychczasowego klienta. Eksporterom zaś kredyty handlowe pozwalają zwiększyć sprzedaż na rynkach zagranicznych.

5.3. Krótkoterminowe kredyty bankowe dla eksporterów

Istotą kredytów bankowych dla eksporterów (kredyt dla dostawcy) jest postawienie przez bank do dyspozycji eksportera środków finansowych na warunkach ustalonych w specjalnej umowie kredytowej. Banki komercyjne finansują zarówno produkcję eksportową (kredyty prefinansowe), jak i cykl rozliczeniowy transakcji eksportowej (kredyt postfinansowy). Szczególnie ważną rolę odgrywają one w finansowaniu transakcji eksportowych krótkoterminowych, ale banki udzielają też eksporterom kredytów na okresy dłuższe: do 3 lat, a w wyjątkowych przypadkach do 4–5 lat.

Kredyty prefinansowe są przeznaczone na finansowanie produkcji eksportowej i stanowią uzupełnienie brakujących środków własnych eksportera w okresie produkcji lub montażu dóbr przeznaczonych na eksport. Udostępniane są eksporterom najczęściej w formie kredytu w rachunku bieżącym lub w formie dyskonta krajowych weksli handlowych. Źródłem ich spłaty są wpływy z realizowanych kontraktów eksportowych.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Finansowanie cyklu rozliczeniowego transakcji eksportowej odbywa się najczęściej w formie dyskonta weksli zagranicznych, należności z akredytywy eksportowej i należności z inkasa dokumentowego lub w drodze operacji faktoringowych.

Krótkoterminowe kredyty bankowe umożliwiają finansowanie bieżącej działalności i utrzymanie płynności finansowej przedsiębiorstwa. Są to kredyty obrotowe i kredyty wekslowe. **Kredyty obrotowe** najczęściej występują w formie kredytu w rachunku bieżącym (*overdraft)* lub kredytu płatniczego. Warunkiem uzyskania kredytu w rachunku bieżącym jest posiadanie od jakiegoś czasu (np. przynajmniej od 3 miesięcy) rachunku bankowego i wykazywanie się w ocenie banku zdolnością kredytową. Kredyt ten umożliwia przedsiębiorstwu zadłużenie się w rachunku bieżącym do wysokości ustalonego w umowie kredytowej debetu (limitu zadłużenia się). Przyznawany jest na okres 12 miesięcy, po czym może zostać przedłużony na następny okres. Spłata kredytu następuje z bieżących wpływów na rachunek bankowy. Ma on charakter odnawialny, tzn. po jego spłaceniu przedsiębiorstwo w okresie obowiązywania umowy kredytowej może ponownie zadłużyć się w banku w ramach przyznanego limitu.

Oprocentowanie kredytu w rachunku bieżącym jest stosunkowo wysokie, ale odsetki są naliczane tylko od wielkości faktycznego zadłużenia. Najczęściej stosuje się przy tym zmienną stopę procentową liczoną według stawki LIBOR lub WIBOR powiększonej o marżę banku. Kredyt w rachunku bieżącym jest bardzo elastyczną i wygodną kredytu, z którego chętnie korzystają zarówno eksporterzy, jak i importerzy[5].

Warto zaznaczyć, że **kredyt w rachunku bieżącym** występuje też w relacjach między bankami. Chodzi tutaj o kredyt udzielany na podstawie specjalnego porozumienia przez bank eksportera zagranicznemu korespondentowi (bankowi importera). W porozumieniu tym określa się wysokość linii kredytowej, okres wykorzystania kredytu, przeznaczenie kredytu, wysokość oprocentowania i sposób zabezpieczenia. Najczęściej w ramach takiego kredytu kredytobiorca zleca bankowi kredytodawcy otwieranie akredytyw dokumentowych na rzecz określonych eksporterów. Stanowi też podstawę

[5] A. Kosztowniak, P. Misztal, I. Pszczółka, A. Szelągowska, *Finanse i rozliczenia międzynarodowe*, C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 369–371.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

wykupu dokumentów handlowych w ramach inkasa dokumentowego lub – rzadziej – przeznaczony jest na realizację poleceń wypłaty zlecanych bankowi kredytodawcy przez bank-kredytobiorcę. Termin spłaty kredytu w rachunku bieżącym wynosi zwykle 180–360 dni, a jedynym kosztem tego kredytu jest oprocentowanie.

Natomiast **kredyt płatniczy** to kredyt celowy, udzielany jednorazowo najczęściej na okres do 30 dni o ściśle określonej wartości. Finansuje się nim czasowe zapotrzebowanie na środki obrotowe przedsiębiorstwa. Jego oprocentowanie jest stałe, a spłata następuje z przyszłych wpływów na rachunek bankowy[6].

Kredyty wekslowe przyjmują formę kredytu dyskontowego lub kredytu akceptacyjnego. **Kredyt dyskontowy** polega na tym, że bank wykupuje weksel prosty lub weksel trasowany przed terminem jego płatności, wypłacając wymienioną w wekslu kwotę pieniędzy po potrąceniu odsetek, nazywanych dyskontem, za okres od dnia wykupu weksla do dnia uregulowania długu przez jego dłużnika (trasa). Kredyt ten udzielany jest zazwyczaj na okres od 3 do 6 miesięcy na podstawie umowy w sprawie linii dyskontowej określającej kwotę, do której bank dyskontuje weksel, albo w formie doraźnej transakcji nabycia weksla. Bank sprawdza każdy weksel pod względem jego zgodności z prawem wekslowym i ocenia pod kątem odpowiedzialności majątkowej wystawcę weksla i innych osób podpisanych na wekslu. Spłata kredytu dyskontowego następuje ze środków zapłaconych przez dłużnika wekslowego (trasata)[7].

Kredyt dyskontowy często funkcjonuje jako kredyt refinansujący cykl rozliczeniowy eksportera, który udzielił importerowi kredytu kupieckiego zabezpieczonego wekslem prostym lub wekslem trasowanym. Ponadto przedmiotem kredytu dyskontowego mogą być należności z tytułu akredytywy dokumentowej lub inkasa dokumentowego. Kredytobiorcą jest tutaj formalnie eksporter przedstawiający w banku weksel do dyskonta, ale faktycznie kredytobiorcą jest zagraniczny importer korzystający z odroczenia płatności za nabyte towary. W wyniku zdyskontowania weksla przez eksportera następuje zastąpienie kredytu handlowego bankowym kredytem dyskontowym.

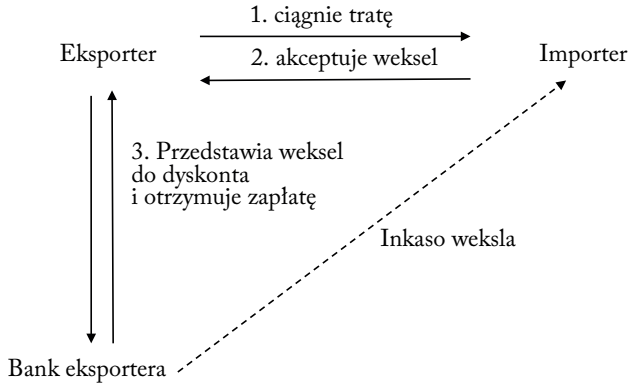
---

6 *Ibidem*, s. 372–373.

7 T. H. Bednarczyk, *Instrumenty wspierania eksportu…*, s. 38.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

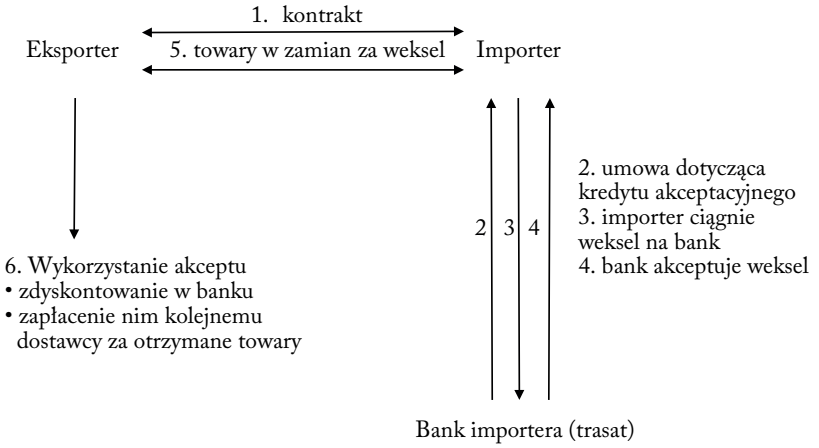
Relacje ekonomiczne występujące w przypadku korzystania z kredytu dyskontowego między zaangażowanymi w nim podmiotami przedstawia rys. 5.5.



Rysunek 5.5. Kredyt dyskontowy z zastosowaniem weksla trasowanego
Źródło: C. Büter, *Aussenhandel*…, s. 329.

Kredyt akceptacyjny polega na tym, że bank na podstawie umowy z importerem zobowiązuje się do akceptowania w ramach uzgodnionej kwoty kredytu ciągnionych na niego weksli. Wystawcą weksla trasowanego jest tutaj importer, który ciągnie go na swój bank. Bank importera akceptuje weksel trasowany, który staje się przez to akceptem. W drodze indosu zostaje on przekazany eksporterowi, który w zamian za ten weksel przekazuje importerowi dokumenty uprawniające go do otrzymania wysłanych towarów. Otrzymany weksel eksporter może zdyskontować lub zapłacić nim swojemu dostawcy (zob. rys. 5.6).

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383



Rysunek 5.6. Schemat udzielania kredytu akceptacyjnego
Źródło: C. Büter, *Aussenhandel*…, s. 330.

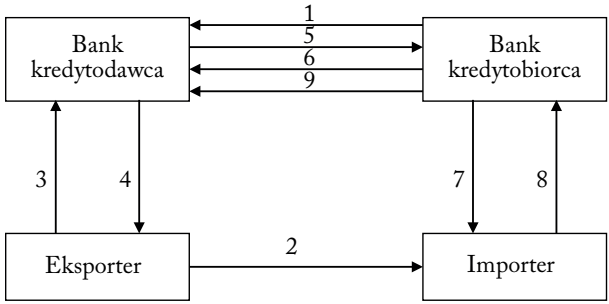
Specyficzną formą kredytu akceptacyjnego jest **kredyt akceptacyjno-rembursowy.** Podstawą tego kredytu jest specjalne porozumienie między bankami w dwóch krajach. Jego celem jest finansowanie eksportu towarów zaopatrzeniowych i konsumpcyjnych. Jest on udzielany na okres do 180 dni (wyjątkowo do 280 dni) i z reguły ma charakter kredytu rewolwingowego, tzn. po spłaceniu jednego kredytu można zaciągnąć w ramach ustalonego przez bank limitu kolejny kredyt.

Kredytów akceptacyjno-rembursowych udzielają banki krajowe bankom zagranicznym, ale pośrednio korzystają z nich importerzy będący klientami tych banków. W ramach uzyskanego kredytu bank importera otwiera w banku kredytodawcy (banku eksportera) akredytywę na rzecz dostawcy, w której upoważnia go do akceptowania weksli terminowych trasowanych na niego przez dostawcę w zamian za złożenie wyszczególnionych w akredytywie dokumentów handlowych. Po zaakceptowaniu traty bank eksportera wręcza ją eksporterowi, który najczęściej ją dyskontuje w tym samym banku, otrzymując środki płynne. Bank eksportera przesyła dokumenty handlowe do banku importera wraz z zawiadomieniem o akcepcie traty i terminie płatności. Bank importera zobowiązuje się w terminie płatności traty przekazać środki finansowe, czyli rembursować (fr. *rembourser* oznacza spłacać, zwracać

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

pieniądze) bankowi eksportera kwotę pieniędzy potrzebną na jej wykup. Pieniądze na ten cel bank importera uzyskuje od importera. W przypadku kredytu akceptacyjno-rembursowego jeden bank akceptuje więc traty, a drugi w terminie ich płatności przekazuje odpowiednie pokrycie.

Przebieg transakcji eksportowej finansowanej kredytem akceptacyjno-rembursowym ilustruje rys. 5.7.



Legenda:
1. Zlecenie otwarcia akredytywy i akceptowania traty
2. Dostawa towaru
3. Złożenie dokumentów handlowych z tratą
4. Akcept i zdyskontowanie traty
5. Przesłanie dokumentów
6. Pokrycie kosztów
7. Przesłanie dokumentów
8. Przekazanie pokrycia
9. Rembursowanie

Rysunek 5.7. Schemat transakcji zawartej w kredycie akceptacyjno-rembursowym
Źródło: Opracowanie własne.

5.4. Średnio- i długoterminowe kredyty bankowe na finansowanie handlu zagranicznego

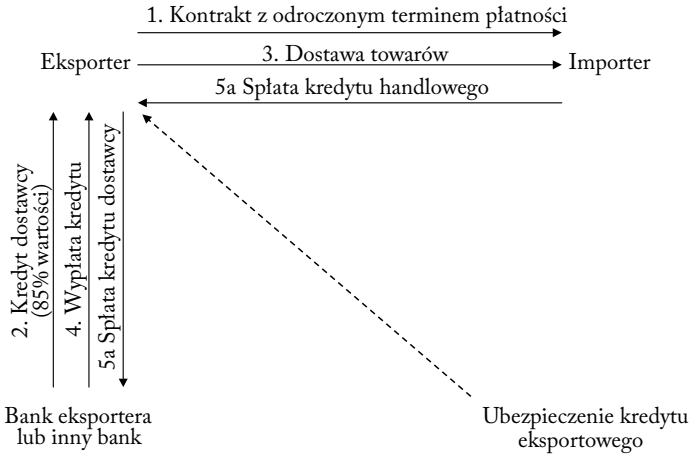
Średnio- i długoterminowe finansowanie przez banki transakcji handlu zagranicznego obejmuje przede wszystkim kredyt dostawcy i kredyt dla nabywcy (*buyer's credit)*. Są to kredyty o okresie spłaty od 1 roku do 5 lat (kredyt średnioterminowy) i dłuższym (kredyt długoterminowy) związane z eksportem/importem dóbr inwestycyjnych i wyposażenia przemysłowego.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Kredytodawcami są głównie duże banki i instytucje finansowe specjalizujące się w finansowaniu transakcji zagranicznych. Spłata należności zabezpieczona jest najczęściej za pomocą ubezpieczenia i gwarancji specjalnie do tego powołanych instytucji.

Kredyt dostawcy (*supplier's credit*) jest popularnym kredytem bankowym dla eksporterów, którzy z kolei zgodzili się na odroczenie zapłaty przez importerów za dostarczone im dobra. Jest to więc kredyt na zrefinansowanie kredytu handlowego, ściśle związany z kontraktem między eksportem a importerem. W kontrakcie zakładającym odroczenie płatności warunki późniejszej zapłaty muszą być tak określone, aby możliwe było uzyskanie kredytu refinansowego w banku. Chodzi tutaj m.in. o konieczność częściowej zapłaty za importowane towary gotówką i ubezpieczenie kredytu handlowego.

Wykorzystanie kredytu bankowego przez eksportera następuje najczęściej tuż po wysyłce przez niego towarów za granicę. Natomiast spłata tego kredytu rozpoczyna się zwykle 6 miesięcy po zakończeniu dostawy eksportowej. Raty kredytu spłacane są co pół roku przez cały okres obowiązywania umowy kredytowej. Okres spłaty zależy od przedmiotu transakcji handlowej i wynosi co najmniej 12 miesięcy. Przebieg finansowania za pomocą eksportera za pomocą kredytu dostawcy przedstawiono na rys. 5.8.



Rysunek 5.8. Schemat finansowania za pomocą kredytu dostawcy
Źródło: C. Büter, *Aussenhandel…*, s. 342.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

W wyniku silnej konkurencji na rynkach zagranicznych i trudności płatniczych wielu krajów w obrotach międzynarodowych ukształtował się **bankowy kredyt dla nabywcy** (*buyer's credit*). Jest to kredyt udzielany przez bank komercyjny (bank eksportera) lub instytucję finansową powołaną przez państwo do wspierania eksportu, w wyniku zabiegów eksportera, zagranicznemu nabywcy/importerowi towarów bądź bankowi importera, z przeznaczeniem na finansowanie konkretnego kontraktu eksportowego. Kredyt dla nabywcy uchodzi za najbardziej efektywną formę kredytowania eksportu, zarówno z punktu widzenia eksportera, jak i importera. Eksporter otrzymuje bowiem z kwoty udzielonego importerowi kredytu zapłatę w swoim banku bezpośrednio po prezentacji dokumentów handlowych i w ogóle nie jest angażowany w stosunki kredytowe. Natomiast importer, dysponując środkami finansowymi z kredytu bankowego, może zawrzeć z eksporterem kontrakt na warunkach gotówkowych, co pozwala mu wynegocjować korzystniejsze ceny.

Kredyt dla nabywcy jest udzielany przez bank eksportera bankowi importera na sfinansowanie zakupu ściśle określonych dóbr inwestycyjnych z zagranicy. Kredyty te odgrywają istotną rolę w procesie promocji eksportu dóbr inwestycyjnych o dużej wartości, takich jak: statki, kompletne obiekty „pod klucz", elektrownie itp. Wartość kredytów na sfinansowanie eksportu tych dóbr przerasta niejednokrotnie możliwości finansowe jednego banku. Z tego powodu w finansowanie dużych transakcji eksportowych angażują się konsorcja bankowe, zorganizowane z inicjatywy banku eksportera, oraz specjalne instytucje finansowe o charakterze państwowym lub parapaństwowym. Zadaniem tych instytucji jest refinansowanie długoterminowych bankowych kredytów eksportowych oraz przejęcie przynajmniej części ryzyka z nimi związanego[8]. W Polsce nie ma żadnego banku specjalizującego się w średnio- i długoterminowym finansowaniu transakcji eksportowych, istnieje natomiast Korporacja Ubezpieczeń Kredytów Eksportowych S.A., wyspecjalizowana w ubezpieczaniu kontraktów eksportowych.

[8] Przykładowo można podać, że w Niemczech wspieraniem eksportu zajmują się głównie trzy instytucje: Towarzystwo Ubezpieczeniowe Euler Hermes, bank państwowy Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) oraz specjalna instytucja finansowa utworzona przez kilkadziesiąt banków komercyjnych – Ausfuhrkredit – GmbH. (AKA).

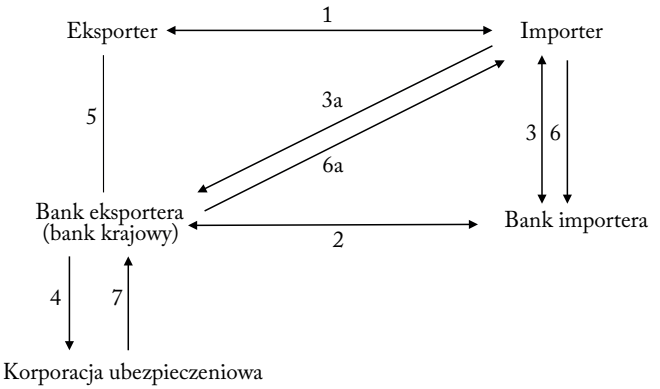
Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

W przypadku średnio- i długoterminowych transakcji eksportowych opiewających na duże kwoty poprzez kredyt dla nabywcy finansuje się do 80% wartości kontraktu. Reszta płatności dokonywana jest przez importera gotówką. Umowy dotyczące omawianych kredytów są bardzo obszerne; określają nie tylko warunki kredytu i jego wykorzystania, ale zawierają również różnorodne klauzule zabezpieczające interesy kredytodawcy.

Bankowe kredyty średnio- i długoterminowe dla nabywcy są kredytami jednorazowymi, tzn. nie podlegają odnowieniu po spłaceniu części lub całego kredytu, przeznaczonymi wyłącznie na zapłatę za eksport z kraju kredytodawcy. Bank eksportera udziela kredytu importerowi po pozytywnej ocenie jego kondycji finansowej i przedstawieniu odpowiednich zabezpieczeń spłaty kredytu, m.in. w postaci gwarancji bankowej wystawionej przez bank importera. Zgodnie z regułami tzw. Konsensusu OECD[9] kredytem dla nabywcy może być sfinansowane maksymalnie 80% wartości kontraktu, co oznacza, że przynajmniej 20% jego wartości musi zostać uregulowane przez importera w gotówce. Przebieg finansowania za pomocą kredytu dla nabywcy przedstawiono na rys. 5.9.

[9] Konsensus OECD stanowi porozumienie większości krajów OECD w sprawie Oficjalnie Wspieranych Kredytów Eksportowych, które zostało zawarte w 1978 r., a następnie było wielokrotnie nowelizowane. Określa ono zasady finansowania transakcji eksportowych udzielanego przez państwa członkowskie OECD kredytami o okresie spłaty 2 i więcej lat, ale maksymalnie 12 lat. Podstawowym celem Konsensusu OECD jest zapewnienie równych warunków konkurencji między eksporterami, opartej na jakości i cenie eksportowanych dóbr oraz usług, a nie na bardziej korzystnych warunkach wsparcia oferowanego przez rządy państw. Niektóre sektory, ze względu na specyfikę techniczną i finansową, zostały uregulowane sektorowymi uzgodnieniami. Dodatkowymi porozumieniami objęte są: statki, elektrownie jądrowe, samoloty cywilne, energie odnawialne/łagodzenie zmian klimatycznych/projekty wodne, transport szynowy oraz elektrownie opalane węglem. Aktualny tekst Konsensusu OECD znajduje się na stronie www.oecd.org/trade/xcred/.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383



Legenda:
1. Eksporter zawiera z importerem kontrakt z klauzulą, że zapłata nastąpi w formie kredytu dla nabywcy.
2. Bank eksportera zawiera umowę kredytową z bankiem importera, na mocy której udziela mu kredytu.
3. Bank importera zawiera taką samą umowę z importerem.

3a. Bank eksportera może zawrzeć umowę kredytową bezpośrednio z importerem, ale żąda wówczas gwarancji od banku importera.

4. Bank eksportera ubezpiecza kredyt w korporacji ubezpieczeniowej.
5. Po przedłożeniu przez eksportera dokumentów handlowych bank eksportera wypłaca mu należność.
6. Importer spłaca kredyt w swoim banku, a ten przekazuje otrzymane środki do banku eksportera.

6a. Importer spłaca kredyt bezpośrednio w banku eksportera.

7. W razie braku spłaty kredytu bank eksportera otrzymuje odszkodowanie od korporacji ubezpieczeniowej.

Rysunek 5.9. Kredyt dla nabywcy
Źródło: T.H. Bednarczyk, *Instrumenty wspierania* eksportu…, s. 45.

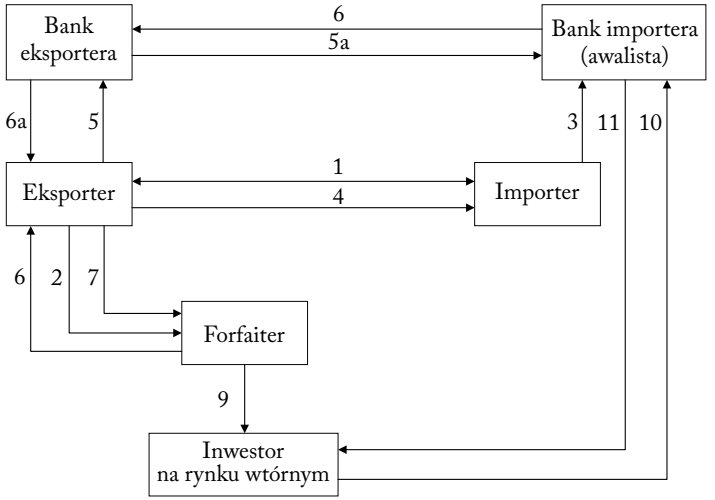
Głównym problemem dla banku eksportera udzielającego kredytu dla nabywcy są trudności związane z właściwym rozpoznaniem firmy importującej – ocena jej kondycji finansowej i oszacowanie ryzyka terminowego wywiązania się z przyjętych zobowiązań płatniczych. Trudno jest też w przyszłości zaspokoić roszczenia poprzez egzekucję praw z zabezpieczeń ustanowionych przez importera (kredytobiorcę) na rzecz banku eksportera (banku kredytodawcy). Z tego powodu bank eksportera preferuje kredyt dla

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

banku importera (banku nabywcy). Ryzyko związane z importem bierze wówczas na siebie bank importera. Może on lepiej ocenić zdolność kredytową importera i skuteczniej dochodzić swoich praw z zabezpieczeń prawnych w razie niespłacenia przez niego kredytu. Planowa spłata kredytu przez importera następuje poprzez jego bank, który otrzymane środki przekazuje do banku eksportera. W razie niespłacenia kredytu przez importera bank eksportera otrzymuje odszkodowanie od instytucji ubezpieczeniowej.

Do średnio- i długoterminowych instrumentów finansowania eksportu zalicza się także **forfaiting.** Polega on na bezregresowym zakupie przez wyspecjalizowaną instytucję, zwaną forfaiterem (bank lub inna instytucja finansowa), średnio- i długoterminowych (od 180 dni do 10 lat) wierzytelności eksportera z tytułu dostaw towarów i usług, zabezpieczonych głównie wekslami własnymi importera z terminami płatności pokrywającymi się z datami regulowania przez importera rat od przyznanego mu kredytu towarowego. Nazwa forfaiting wywodzi się z francuskiego terminu *a forfait* oznaczającego „bez regresu", tzn. z wyłączeniem prawa regresu wobec eksportera, gdyby ściągnięcie długu od importera okazało się niemożliwe. Zakup wierzytelności dokonywany jest najczęściej w formie dyskonta weksli własnych importera lub też akceptowanych przez niego trat na zlecenie eksportera, zabezpieczonych awalami wekslowymi, gwarancjami bankowymi lub polisą ubezpieczeniową wyspecjalizowanej instytucji ubezpieczeniowej. Następuje przy tym potrącenie odsetek z góry za cały okres finansowania, tzn. za okres od dnia sprzedaży weksli przez eksportera do dnia zapłaty przez importera. Przebieg typowej operacji forfaitingowej przedstawia rys. 5.10.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383



Legenda:

1. Kontrakt zawarty między eksporterem i importerem na warunkach kredytu kupieckiego, zabezpieczonego wekslem własnym importera z awalem bankowym.
2. Umowa forfaitingowa, przewidująca dyskontowanie bez regresu weksli urzeczywistniających należności z tytułu eksportu.
3. Importer składa w swoim banku komplet weksli w celu uzyskania awalu.
4. Eksporter wysyła towar i gromadzi odpowiednie dokumenty handlowe.
5. i 5a. Eksporter za pośrednictwem swojego banku przekazuje dokumenty handlowe do banku importera (awalisty).
6. i 6a. Bank importera w zamian za dokumenty reprezentujące towar przekazuje eksporterowi, za pośrednictwem jego banku, weksle własne importera opatrzone awalem bankowym.
7. Eksporter indosuje otrzymane weksle, umieszczając klauzulę „bez regresu" i przekazuje je instytucji forfaitingowej.
8. Fortfaiter sprawdza weksle i przekazuje kwotę wierzytelności pomniejszoną o kwotę dyskonta za okres od dnia ich sprzedaży do dnia zapłaty.
9. Forfaiter sprzedaje wierzytelność inwestorowi na rynku wtórnym.
10. W terminie płatności weksel zostaje przedstawiony do zapłaty domicyliantowi, którym jest bank importera.
11. Bank importera przekazuje zainkasowaną kwotę właścicielowi weksla (inwestorowi na rynku wtórnym).

Rysunek 5.10. Schemat operacji forfaitingowej z wykorzystaniem weksla własnego
Źródło: D. Marciniak-Neider, *Płatności w handlu zagranicznym,* wyd. 2, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2008, s. 140.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Operacje forfaitingowe dotyczą transakcji na wielką skalę, których przedmiotem jest głównie eksport dóbr inwestycyjnych o dużej wartości. Z forfaitingu korzystają duże przedsiębiorstwa, które potrzebują płynnych środków na działalność eksportową i nie chcą ponosić ryzyka związanego z odroczeniem importerowi terminu płatności za dostarczone dobra. Forfaiting jest korzystny dla eksporterów, gdyż zaraz po wysyłce towaru i odsprzedaniu wierzytelności spółce forfaitingowej otrzymują oni gotówkę. Ułatwia to zarządzanie płynnością finansową w firmach eksportujących dobra inwestycyjne o dużej wartości, np. samoloty, i sprzyja zwiększeniu eksportu. Kolejną korzyścią dla eksportera jest wyeliminowanie ryzyka z tytułu udzielonego kredytu kupieckiego i innych rodzajów ryzyka, wynikających z zawarcia transakcji kredytowej w obcej walucie: ryzyka kursowego, ryzyka stopy procentowej i ryzyka politycznego. Jedynym mankamentem tych operacji są relatywnie wysokie koszty, na które składają się przede wszystkim koszty dyskonta bez regresu i marża forfaitera. Eksporterzy uwzględniają jednak te koszty w cenie sprzedawanych towarów, obciążając nimi ostatecznie importerów.

W Polsce forfaiting jest stosunkowo mało znany i nie wzbudza większego zainteresowania ani eksporterów, ani finansistów. Jednakże kilka dużych banków od lat oferuje ten produkt eksporterom[10].

5.5. Eurokredyty jako źródło finansowania operacji handlu zagranicznego

Finansowanie handlu zagranicznego może odbywać się także poprzez eurorynek. Kluczowe znaczenie dla zrozumienia istoty eurorynku i kredytu eurowalutowego ma pojęcie eurowaluty. Eurowalutą jest każda waluta wymienialna zdeponowana w banku znajdującym się poza terytorium jej emisji, czyli poza krajem macierzystym. Z eurowalutami mamy do czynienia nie tylko w Europie, lecz także w Azji i na pozostałych kontynentach. Najbardziej popularną eurowalutą jest eurodolar. Eurodolarami są wszystkie dolary ulokowane poza Stanami Zjednoczonymi, np. w bankach w Londynie czy Singapurze. Podobnie definiuje się inne eurowaluty, np. eurojenami są jeny

[10] E. Weronis, *Rynek usług forfaitingowych w Polsce*, „Biznes Międzynarodowy w Gospodarce Globalnej" 2013, nr 32, s. 239.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

ulokowane na rachunkach bankowych poza Japonią. Kredyt udzielony przez jeden bank lub konsorcjum banków w eurowalucie, w oparciu o odpowiedni depozyt eurowalutowy, nazywany jest eurokredytem.

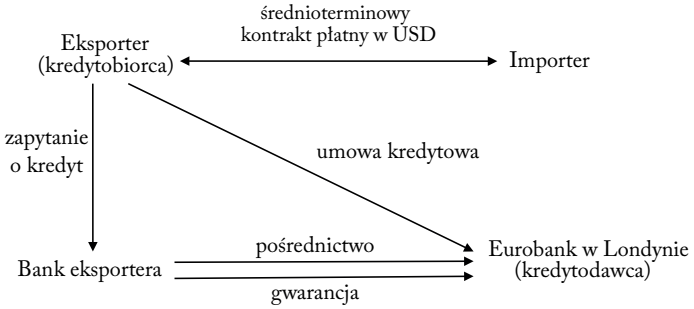
Ekonomiczna przewaga rynku eurowalutowego nad innymi rynkami finansowymi wynika z tego, że jest on w niedużym stopniu regulowany przez państwo, o wysokości stóp procentowych na tym rynku decyduje bowiem mechanizm popytu i podaży na pieniądz, oraz cechuje się niskimi kosztami transakcyjnymi. Na rynku eurowalutowym przeprowadza się operacje na dużą skalę (powyżej 100 tys. USD). Kredyty są udzielane na okres od 6 miesięcy do wielu lat. Eurokredytów na cele inwestycyjne w wysokości wielu milionów dolarów udzielają konsorcja bankowe, co pozwala lepiej zdywersyfikować ryzyko kredytowe[11]. Eurorynki pozwalają niejednokrotnie spełnić potrzeby i oczekiwania kredytobiorców, które nie mogłyby być zaspokojone na rynkach krajowych, ale mankamentem zaciąganych tam kredytów jest to, że kredytobiorcy narażeni są na ryzyko kursowe[12].

Rynek eurowalutowy zasadniczo jest rynkiem międzybankowym. Eksporterzy i importerzy zaciągają zatem kredyty w eurowalucie za pośrednictwem dużych banków komercyjnych, które negocjują dla nich umowy kredytowe i gwarantują kredytodawcom terminowy zwrot udzielonych kredytów. W ustalanie szczegółów umowy kredytowej włącza się też bank korespondencyjny. Umowa kredytowa podpisywana jest pomiędzy eksporterem lub importerem jako kredytobiorcą a eurobankiem jako kredytodawcą (zob. rys. 5.11).

[11] Szerzej na temat kredytów konsorcjalnych zob. J. Bednarz, E. Gostomski, *Pozyskiwanie kapitału…*, s. 93–102.

[12] J. Świerkocki, *Zarys międzynarodowych stosunków gospodarczych*, PWE, Warszawa 2004, s. 263–266.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383



Rysunek 5.11. Schemat kredytu eurowalutowego
Źródło: C. Büter, *Aussenhandel…*, s. 327.

Na koszty eurokredytu składa się oprocentowanie (stawka LIBOR plus marża) oraz opłaty na rzecz eurobanku i pośredniczącego banku komercyjnego. Po przyznaniu kredytu w banku pośredniczącym otwarta zostaje linia kredytowa do wysokości udzielonego kredytu. Wypłata eurokredytu, podobnie jak i jego zwrot, następuje więc poprzez bank pośredniczący. Zaletą eurokredytów z punktu widzenia kredytobiorców jest ich stosunkowo niskie oprocentowanie i prosta procedura kredytowa, zaś wadą brak możliwości wcześniejszej spłaty i narażanie się na ryzyko kursowe wynikające z zaciągnięcia kredytu w obcej walucie.

5.6. Euroobligacje jako źródło finansowania operacji handlu zagranicznego

Alternatywnym rozwiązaniem w stosunku do zaciągania eurokredytów jest emisja euroobligacji. Euroobligacje (*euro bonds*) to średnio- i długoterminowe papiery dłużne emitowane poza krajem siedziby emitenta w innej walucie niż waluta kraju, w którym jest dokonywana emisja, np. obligacje firmy niemieckiej emitowane w dolarach w Wielkiej Brytanii. Najczęściej są one denominowane w dolarach amerykańskich lub euro, rzadziej w funtach brytyjskich, jenach japońskich czy frankach szwajcarskich. Emitentem euroobligacji mogą być osoby prawne cieszące się dobrą reputacją na międzynarodowych rynkach finansowych, gdy przepisy dewizowe kraju siedziby emitenta tego nie zabraniają.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Pierwotnie emitentami euroobligacji były głównie rządy krajów rozwiniętych i banki globalne, ale od lat 90. XX wieku wśród emitentów dominują duże przedsiębiorstwa o wysokim ratingu inwestycyjnym. Pozyskują one stosunkowo szybko (najpóźniej w ciągu jednego miesiąca) na rynku kapitałowym na długi okres pokaźne środki finansowe o równowartości kilkuset milionów dolarów, którymi mogą dowolnie rozporządzać, wybierając najdogodniejsze i najtańsze źródła zakupu potrzebnych dóbr. Na rynku występują zarówno euro obligacje o stałym, jak i zmiennym oprocentowaniu. W tym drugim przypadku oprocentowanie oparte jest na zmiennej stopie procentowej rynku pieniężnego: LIBOR (*London Interbank Offered Rate)* lub EURIBOR (*Euro Interbank Offered Rate*), powiększonej o wynegocjowaną marżę.

Istnieje pierwotny i wtórny rynek euroobligacji. Na rynku pierwotnym plasowane są nowo emitowane euroobligacje, a na rynku wtórnym przedmiotem obrotu są papiery znajdujące się w obiegu, czyli przed terminem ich wykupu. Na rynku pierwotnym wyróżnia się emisje prywatne (*private placement*) i emisje publiczne (*public offering).* Emisja prywatna przeprowadzane jest przez jeden bank inwestycyjny lub małe konsorcjum, które rozprowadza ją w zamkniętym kręgu inwestorów instytucjonalnych. Natomiast emisja publiczna realizowana jest na zlecenie emitenta przez utworzone w tym celu konsorcjum bankowe (syndykat bankowy) na czele z bankiem wiodącym (*lead manager*), którym najczęściej jest duży bank inwestycyjny[13].

Typowe konsorcjum bankowe plasujące na rynku euroobligacje składa się z trzech grup instytucji finansowych:

- grupy kierowniczej (*managing group*),
- grupy subskrypcyjnej obejmującej banki gwarantujące emisję (*underwriting group*),
- grupy dokonującej sprzedaży, czyli plasowania euroobligacji na rynku (*selling group*), która jest najliczniejsza[14].

Banki z grupy kierowniczej, do której należy też bank wiodący, ustalają z emitentem warunki emisji i podpisują z nim umowę kupna euro obligacji.

---

[13] L. Włodarska-Zoła, *Euroobligacje jako instrument finansowania przedsiębiorstwa*, „Economics and Managements" 2014, nr 3, s. 253.

[14] G. Kozuń-Cieślak, *Światowy rynek kapitału. Wybrane zagadnienia – uwarunkowania, doświadczenia, perspektywy*, Difin, Warszawa 2012, s. 141.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Głównym zadaniem banków z grupy subskrypcyjnej jest wykup pewnej puli papierów, które nie znajdą w pierwszej fazie sprzedaży nabywców.

Procedurę emisji euroobligacji na rynku publicznym można podzielić na trzy etapy:

1. Etap wstępnych przygotowań do emisji, który obejmuje powołanie banku wiodącego, przedstawienie propozycji banków mających wejść do konsorcjum, ustalenie wstępnych warunków emisji oraz przygotowanie przez doradców prawnych podstawowych dokumentów potrzebnych do przeprowadzenia emisji, w tym prospektu emisyjnego. Prospekt emisyjny określa warunki emisji oraz zawiera opis emitenta, prezentuje jego standing i przedstawia inne informacje, które są istotne dla jego działalności.
2. Etap prezentacji i kwotowania, w którym organizowane są spotkania z inwestorami w wybranych krajach, czyli *road show.* Ich celem jest prezentacja określonych euroobligacji, nawiązanie kontaktów z potencjalnymi inwestorami i uzyskanie od nich wstępnych zleceń zakup tych papierów. Następnie informacje o potencjalnym popycie przekazywane są do lidera konsorcjum, który na tej podstawie proponuje emitentowi ostateczne warunki emisji.
3. Etap końcowy – sprzedaż euro obligacji i przekazanie środków z emisji na rachunek emitenta.

Euroobligacje mogą być przedmiotem obrotu na rynku wtórnym, w tym na rynku giełdowym, najczęściej na giełdzie w Londynie lub Luksemburgu. Jednakże notowanie euroobligacji na giełdzie ma tylko formalne znaczenie i ma miejsce przede wszystkim dlatego, że inwestorzy instytucjonalni, którzy zainteresowani są euroobligacjami, z reguły mogą inwestować swoje środki jedynie w papiery notowane na giełdzie. Znaczna część wtórnego obrotu euroobligacjami odbywa się na tzw. rynku otwartym (OTC – *over the counter*)[15].

Euroobligacje wielokrotnie emitował Skarb Państwa, samorządy terytorialne, banki i duże przedsiębiorstwa, w tym Telekomunikacja Polska SA i PKN Orlen.

[15] Zob. A. Samborski, *Przedsiębiorstwo na rynku obligacji międzynarodowych*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego" 2000, nr 6, s. 6.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

5.7. Wspieranie kredytów eksportowych przez państwo

Średnio- i długoterminowe finansowanie eksportu przez banki wiąże się z trudnym do oszacowania ryzykiem, co zniechęca je do udzielania kredytów eksportowych. Rządy, mając na uwadze to, że kredyty eksportowe są istotnym instrumentem promocji eksportu, same udzielają kredytów eksportowych ze środków budżetowych i pośrednio przyczyniają się do zwiększenia wolumenu kredytów eksportowych udzielanych przez banki komercyjne poprzez ich ubezpieczenie przez instytucje rządowe lub pararządowe.

Kredyty rządowe wspierające eksport udzielane są rządom innych krajów na zakup towarów z kraju kredytodawcy. Mają one przyczynić się do zwiększenia eksportu i tą drogą do wzrostu zatrudnienia i produkcji krajowej. W niektórych krajach rozwiniętych do tego celu utworzone zostały specjalne banki państwowe, np. w USA takim bankiem jest Eximbank, a w Niemczech KfW IPEX-Bank. W Polsce do roli państwowego banku wspierającego eksport pretenduje Bank Gospodarstwa Krajowego. Specjalne banki państwowe w szczególności finansują transakcje eksportowe, które z powodu niskiego standingu finansowego importerów, do których kierowany jest import, nie mogą być finansowane przez banki komercyjne.

Rządy ubezpieczają też na koszt budżetu państwa komercyjne kredyty eksportowe. W wyniku ubezpieczenia kredytu eksportowego ubezpieczyciel bierze na siebie część ryzyka związanego z niebezpieczeństwem utraty należności z tytułu eksportu zrealizowanego na warunkach odroczonej płatności. Ubezpieczeniem należności eksportowych w imieniu państwa zajmują się na świecie różne instytucje:

- niezależne agencje rządowe (np. Departament Gwarancji Kredytów Eksportowych w Wielkiej Brytanii),
- towarzystwa ubezpieczeniowe o charakterze publicznoprawnym z przewagą kapitału państwowego, jak ma to miejsce np. w Kanadzie, Danii i we Włoszech,
- prywatne towarzystwa ubezpieczeniowe ściśle współpracujące z rządem w zakresie ubezpieczenia kredytów eksportowych (COFACE we Francji, Euler Hermes w Niemczech) i inne podmioty.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

W Polsce kredyty eksportowe oficjalnie wspiera w formie ubezpieczeń i gwarancji Korporacja Ubezpieczenia Kredytów Eksportowych S.A. (KUKE S.A.). Oferuje ona eksporterom na rachunek budżetu państwa następujące ubezpieczenia i gwarancje:

- ubezpieczenie kontraktów eksportowych realizowanych w kredycie poniżej 2 lat (ryzyko nierynkowe),
- gwarancje zapłaty należności związanych z akredytywami dokumentowymi,
- ubezpieczenie kredytów i kontraktów eksportowych w okresie spłaty 2 lat i więcej,
- gwarancje wykonania kontraktu,
- ubezpieczenie inwestycji bezpośrednich za granicą,
- gwarancje spłaty krótkoterminowych kredytów finansujących kontrakty eksportowe[16].

Przedmiotem ubezpieczenia w KUKE S.A., a w mniejszym zakresie także w innych firmach ubezpieczeniowych, w związku z eksportem towarów i usług są należności z tytułu kredytów kupieckich udzielonych importerom oraz należności wynikające z kredytów dla nabywcy i kredytów dostawcy. Ubezpieczenie kredytów i kontraktów eksportowych obejmuje szkody poniesione przez eksportera lub innego kredytodawcę w następstwie zdarzeń losowych określanych jako:

- ryzyko handlowe, które obejmuje faktycznie lub prawnie stwierdzoną niewypłacalność kredytobiorcy, zwłokę w zapłacie należności przez dłużnika i jednostronne odstąpienie od kontraktu przez importera,
- ryzyko nierynkowe, które obejmuje ryzyko polityczne, ryzyko katastrofalne, ryzyko kursowe i ryzyko dłużnika publicznego.

Ubezpieczenia eksportowe mogą być prowadzone w formie ubezpieczenia bezpośredniego lub gwarancji ubezpieczeniowej. Stosowanie do tego wyróżnia się dwie płaszczyzny działalności KUKE S.A.:

- działalność komercyjną (na własny rachunek), której przedmiotem jest ubezpieczenie krótkoterminowych należności eksportowych przed ryzykiem handlowym,

[16] *Ubezpieczenie kredytów eksportowych*, www.finanse.mf.gov.pl [dostęp: 21.12.2016].

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

- działalność na rachunek Skarbu Państwa obejmującą udzielanie gwarancji dla wszystkich kredytów eksportowych o okresie spłaty wynoszącym 2 i więcej lat (ubezpieczenie od ryzyka handlowego i ryzyka nierynkowego) oraz gwarancji dla kredytów eksportowych o okresie spłaty poniżej 2 lat (ubezpieczenie tylko od ryzyka nierynkowego).

Narzędziami ubezpieczenia krótkookresowych należności eksportowych (do 2 lat) w KUKE S.A. przed ryzykiem handlowym są polisa obrotowa i europolisa, z których mogą korzystać przedsiębiorcy krajowi realizujący kontrakty eksportowe.

Oferta KUKE S.A. dla eksporterów realizujących kontrakty w kredycie średnio- i długoterminowym obejmuje dwa rodzaje gwarancji ubezpieczeniowych wykonywanych na rachunek Skarbu Państwa:

- ubezpieczenie kredytu dostawcy przed ryzykiem handlowym i ryzykiem nierynkowym,
- ubezpieczenie kredytu dla nabywcy również przed ryzykiem handlowym i ryzykiem nierynkowym.

Oferta ta skierowana jest wyłącznie do przedsiębiorców mających miejsce zamieszkania lub siedzibę na terytorium Polski i dokonujących eksportu krajowych produktów i usług.

Działalność KUKE S.A. na rachunek Skarbu Państwa stanowi element pomocy publicznej i dlatego podlega regulacjom międzynarodowym. Minimalny poziom stawek ubezpieczeniowych pobieranych przez KUKE S.A. za udzielenie gwarancji ubezpieczeniowej wyznaczony jest w Konsensusie OECD.

Ochroną ubezpieczeniową przez KUKE S.A. objęte są należności od importerów do wysokości 80% wartości kontraktu, a pozostałą część stanowi udział własny ubezpieczającego. Ubezpieczenie należności związanych z eksporterem można wykorzystać do uzyskania kredytu bankowego. Wiele banków honoruje bowiem cesję praw do przyszłych odszkodowań z tytułu umowy ubezpieczenia zawartej między kredytobiorcą i KUKE S.A. jako zabezpieczenie bankowych kredytów złotowych i dewizowych na finansowanie eksportu.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

5.8. Dopłaty do oprocentowania kredytów eksportowych o stałych stopach procentowych

W Polsce, podobnie jak w innych krajach UE, istnieje państwowy program dopłat do oprocentowania kredytów eksportowych (DOKE), który ogranicza ryzyko bankowe związane z udzielaniem kredytów eksportowych o stałym oprocentowaniu, co stymuluje rozwój tych kredytów i sprzyja ekspansji eksportowej. System DOKE w Polsce oparty jest na przepisach ustawy z dnia 6 czerwca 2001 r. o dopłatach do oprocentowania kredytów eksportowych o stałych stopach procentowych[17]. Ma on na celu stabilizację oprocentowania kredytów eksportowych na podstawie stałych referencyjnych stóp procentowych CIRR (*Commercial Interest Reference Rates*). Stopy CIRR ustalane są każdorazowo na okres jednego miesiąca dla najważniejszych walut na świecie w oparciu o oprocentowanie długoterminowych rządowych obligacji w kraju danej waluty. Sposób ustalania CIRR dla danej waluty zatwierdza Sekretariat OECD, który też udostępnia informacje o ich wysokości wszystkim zainteresowanym podmiotom. W Polsce stopy CIRR ogłasza Prezes Zarządu Banku Gospodarstwa Krajowego w stosownym komunikacie[18]. Stopa referencyjna z dnia podpisania umowy kredytowej pomiędzy bankiem a kredytobiorcą, którym jest zagraniczny nabywca towarów krajowych bądź krajowy dostawca towarów eksportowych, obowiązuje w całym okresie spłaty kredytu. Stosowanie stałych stóp procentowych jest możliwe dzięki dwukierunkowemu przepływowi środków finansowych pomiędzy budżetem państwa a bankiem udzielającym kredytów eksportowych. Jeżeli rynkowy koszt pozyskania pieniądza przez bank powiększony o marżę bankową jest wyższy od ustalonej stopy procentowej CIRR, bank otrzymuje wyrównanie ze środków budżetowych. Gdy natomiast rynkowy koszt pozyskania pieniądza powiększony o marżę bankową spadnie poniżej stopy CIRR, bank komercyjny odprowadza tę różnicę do budżetu państwa[19].

[17] Ustawa z dnia 8 czerwca 2001 r. o dopłatach do oprocentowania kredytów eksportowych o stałych stopach procentowych (Dz. U. Nr 73, poz. 762).

[18] *Stopy CIRR*, https://www.bgk.pl/informacje/stopy-cirr/ [dostęp: 20.01.2018].

[19] Szerzej na ten temat zob. E. Gostomski, *Dopłaty do oprocentowania kredytów eksportowych o stałych stopach procentowych jako instrument wspierania eksportu* [w:] *Internacjonalizacja i globalizacja przedsiębiorstwa i gospodarki*, t. 1, red. J. Rymarczyk,

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Kredyty eksportowe mogą zostać objęte DOKE, jeśli spełnione są jednocześnie następujące warunki:

- przedmiotem umowy eksportowej są towary krajowe w rozumieniu ustawy o podatku od towarów i usług oraz o podatku akcyzowym, całkowicie uzyskane lub wyprodukowane w Polsce przez krajowego dostawcę, bez udziału towarów sprowadzonych z zagranicy albo z ich udziałem nieprzekraczającym odpowiedniego procentu,
- kredyt eksportowy został udzielony na okres co najmniej 2 lat przez bank w walucie, dla której została ustalana stopa CIRR,
- umowa kredytowa przewiduje zapłatę przez zagranicznego nabywcę zaliczki gotówkowej w wysokości nie mniejszej niż 15% wartości kontraktu, do dnia uruchomienia kredytu eksportowego,
- należności z tytułu kredytu udzielonego przez bank zagranicznemu nabywcy lub jego bankowi bądź należności z tytułu kredytu kupieckiego udzielonego przez krajowego dostawcę zagranicznemu nabywcy zostały ubezpieczone przez Korporację Ubezpieczeń Kredytów Eksportowych SA w zakresie ryzyka politycznego oraz ryzyka handlowego,
- spłata kredytu będzie następować w równych ratach, nie rzadziej jednak niż co 6 miesięcy, przy czym spłata pierwszej raty będzie dokonana nie później niż po upływie 6 miesięcy od daty uruchomienia kredytu eksportowego,
- maksymalny okres spłaty kredytu eksportowego wynosi:
  a) 5 lat – jeżeli krajem przeznaczenia eksportowanego towaru lub usługi jest kraj zaliczony do kategorii I w klasyfikacji dochodowej krajów świata publikowanej przez OECD dla potrzeb Consensusu OECD (kraje o wysokich dochodach),
  b) 8,5 roku – jeżeli krajem przeznaczenia eksportowanego dobra jest kraj zaliczany do kategorii I w klasyfikacji dochodowej krajów świata, pod warunkiem indywidualnej notyfikacji kredytu eksportowego do Sekretariatu Rady OECD dokonanej przez ministra finansów,
  c) 10 lat – jeżeli krajem przeznaczenia eksportowanego towaru lub usługi jest kraj zaliczony do kategorii II w klasyfikacji dochodowej

W. Michalczyk, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2002, s. 253–259.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

krajów świata publikowanej przez OECD (kraje o niskich dochodach, m.in. państwa Europy Środkowo-Wschodniej),

d) 12 lat – bez względu na kategorię kraju przeznaczenia eksportowanego towaru lub usługi w przypadku dostaw kompletnych elektrowni (z wyłączeniem elektrowni jądrowych), urządzeń i wyposażenia do ich budowy, pod warunkiem notyfikacji kredytu eksportowego do OECD.

Powyższe warunki nie dotyczą umów eksportowych oraz kredytów eksportowych, których przedmiotem są:

- nowe statki morskie lub modernizacja takich statków,
- kompletne elektrownie jądrowe, urządzenia i wyposażenie do nich, a także usługi niezbędne do ich budowy, instalacji lub uruchomienia,
- nowe cywilne samoloty, helikoptery oraz części zapasowe, silniki i części zamienne do nich,
- energia odnawialna i projekty wodne.

Warunkiem objęcia programem DOKE eksportu tych towarów oraz kredytów eksportowych przeznaczonych na sfinansowanie ich dostaw jest spełnienie kryteriów określonych w przepisach wykonawczych, które zostały dostosowane do specyfiki obrotu tymi towarami. Przykładowo można podać, że w przypadku finansowania eksportu statków do transportu skroplonego gazu dopuszczalny jest dziesięcioletni okres kredytowania z możliwością przedłużenia go do 12 lat, również dziesięcioletni okres spłaty kredytu eksportowego możliwy jest w przypadku finansowania eksportu samolotów i helikopterów o napędzie turbinowym, które posiadają od 30 do 70 miejsc siedzących.

Należy podkreślić, że dopłaty w ramach programu DOKE nie są przeznaczone bezpośrednio dla eksporterów. Ułatwiają im jednak uzyskanie tańszego kredytu na sfinansowanie eksportu, przede wszystkim kredytu o stałej stopie procentowej, który nie jest narażony na ryzyko zmiany stóp procentowych. Kredyt eksportowy objęty systemem dopłat do stóp procentowych można otrzymać w jednym z banków komercyjnych, które podpisały umowę z Bankiem Gospodarstwa Krajowego, administrującym w imieniu Skarbu Państwa programem DOKE.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Objęcie kredytu eksportowego programem odbywa się na pisemny wniosek składany do BGK w drodze dwustopniowej procedury polegającej na:

- uzyskaniu przez wnioskodawcę od BGK przyrzeczenia podpisania umowy w sprawie dopłaty do kredytu eksportowego (umowa DOKE),
- podpisania umowy DOKE między BGK a bankiem komercyjnym zaangażowanym w udzielanie kredytów eksportowych o stałym oprocentowaniu.

Wnioski o przyrzeczenie podpisania umowy DOKE przez BGK mogą składać krajowi dostawcy towarów na eksport, zagraniczni nabywcy tych towarów lub ich banki. BGK bada wniosek oraz ustala, czy umowa eksportowa oraz umowa kredytu eksportowego albo ich projekty spełniają kryteria wymagane do objęcia kredytu eksportowego programem DOKE. W zależności od wyniku ustaleń BGK składa przyrzeczenie lub odmawia złożenia przyrzeczenia zawarcia z bankiem komercyjnym umowy DOKE.

Eksporterzy krytykują system DOKE. Uważają, iż ogranicza on krąg eksporterów mogących z niego korzystać przez to, iż konieczne jest wpłacenie przez zagranicznego nabywcę zaliczki gotówkowej w wysokości 15% wartości umowy eksportowej, i to do dnia uruchomienia kredytu, oraz ubezpieczenie kredytu w KUKE S.A., co jest dość drogie. Krytykowana jest też skomplikowana procedura ubiegania się o dopłaty do oprocentowania kredytów eksportowych.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

ROZDZIAŁ 6

POZYSKIWANIE ŚRODKÓW FINANSOWYCH PRZEZ EMISJĘ PAPIERÓW DŁUŻNYCH

Rynek finansowy stwarza przedsiębiorstwom nowe możliwości zdobywania środków finansowych oraz skutecznego ich pomnażania. Stają się one alternatywą dla „klasycznych" źródeł pozyskiwania kapitału, głównie dla kredytów bankowych. Do takich form finansowania się podmiotów gospodarczych należy emisja papierów dłużnych. Może się ona odbywać za pomocą instrumentów rynku pieniężnego[1], których przykładem są krótkoterminowe papiery dłużne i instrumenty rynku kapitałowego[2], takie jak obligacje przedsiębiorstw (obligacje korporacyjne).

Emitowane papiery kupują inne przedsiębiorstwa, w tym fundusze inwestycyjne, towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne (wielkość zakupu jest często ograniczona przepisami), a także osoby fizyczne. Opłaca im się kupować te papiery, jeśli są w stanie uzyskać wyższe oprocentowanie niż od depozytów bankowych.

6.1. Krótkoterminowe papiery dłużne

Krótkoterminowe papiery dłużne (KPD), nazywane też papierami komercyjnymi (*commercial papers*, CP), to instrumenty finansowe emitowane przez

[1] Rynek pieniężny obejmuje ogół transakcji krótkoterminowymi instrumentami kredytowymi o najwyższym bezpieczeństwie i największym stopniu płynności.

[2] Przez rynek kapitałowy rozumie się ogół transakcji kupna-sprzedaży, których przedmiotem są instrumenty finansowe o okresie wykupu dłuższym niż rok.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

podmioty prowadzące działalność gospodarczą spoza sektora finansowego, głównie przedsiębiorstwa, na okres nie dłuższy niż jeden rok. W Polsce KPD istnieją od 1992 r., a ich prekursorem był Polski Bank Rozwoju.

Krótkoterminowe papiery dłużne w Polsce mogą być emitowane w formie:

- weksli, w oparciu o ustawę z dnia 28 kwietnia 1936 r. – Prawo wekslowe (tekst jedn. Dz. U. z 2016 r., poz. 160 z późn. zm.),
- obligacji krótkoterminowych, podstawą prawną jest wtedy ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 483 z późn. zm.),
- bonów komercyjnych, które mogą też mieć charakter długu zaciągniętego w oparciu o reguły ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (tekst jedn. Dz. U. z 2017 r., poz. 459 z późn. zm.).

Niezależnie od zastosowanej w procesie emisji KPD konstrukcji prawnej instrumenty te mają kilka cech wspólnych[3]:

- są instrumentami dyskontowymi, co oznacza, że emitent, sprzedając KPD, otrzymuje wartość nominalną emisji pomniejszoną o dyskonto, a wykupując je – płaci wartość nominalną emisji. Znając wartość nominalną, stopę dyskontową i termin zapadalności, można obliczyć rentowność tej inwestycji;
- mają wysoki nominał jednostkowy (minimum 100 000 zł), a zatem dostępne są głównie dla inwestorów instytucjonalnych;
- cechują się krótkim okresem zapadalności (od tygodnia do roku);
- zobowiązania z tytułu emisji nie są zabezpieczane, ale mogą być poręczane;
- w ramach programu emisji są uruchamiane w transzach;
- ryzyko zakupu wiąże się z oceną stanu finansowego emitenta;
- nie istnieje obowiązek precyzowania celu emisji;
- emisje KPD nie mają charakteru oferty publicznej.

W stosunku do klasycznego kredytu bankowego udzielanego przedsiębiorstwom KPD stanowią tańsze i bardziej elastyczne źródło finansowania ich działalności. Taniość wynika głównie z faktu, że przedsiębiorstwo emitujące papiery dłużne, chociaż składa dokumenty niezbędne do przeprowadzenia analizy kondycji finansowej, nie musi spełniać wszystkich warunków

[3] S. Antkiewicz, *Polski rynek obligacji i innych papierów wartościowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2011, s. 146–147.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

niezbędnych do uzyskania kredytu. Chodzi tu szczególnie o prawne formy zabezpieczenia zwrotu kredytu. Ponadto podmiot gospodarczy ma również możliwość tzw. rolowania KPD (KPD z wcześniejszych emisji są wykupywane przez emitenta za środki pieniężne pochodzące z wpływów z nowej emisji) i przez to finansowania swojej działalności inwestycyjnej w okresach średnioterminowych. Powoduje to jeszcze większe obniżenie kosztów w porównaniu z kredytem bankowym. Elastyczność zaś wynika z faktu, że emitent tych papierów ma większą swobodę działania niż kredytobiorca. Przykładowo nie musi on deklarować celu gromadzenia środków, ani też poddawać kontroli banku sposobu ich wykorzystania. Bardziej elastycznie ustalane są również okresy płatności, a ich stopę procentową kształtuje mechanizm rynkowy[4].

6.1.1. Emisja krótkoterminowych papierów dłużnych

Emitentami KPD mogą być zarówno podmioty gospodarcze, jak i przedsiębiorstwa państwowe. Polskimi emitentami są najczęściej spółki giełdowe i niegiełdowe oraz podmioty gospodarcze działające według prawa polskiego stanowiące część międzynarodowych koncernów. Są to przedsiębiorstwa charakteryzujące się wysokim standingiem finansowym. Muszą one wykazywać odpowiednią wiarygodność kredytową, ponieważ brak zabezpieczenia może wiązać się z ryzykiem niewykupienia papierów komercyjnych przez emitenta w terminie zapadalności. PKD są instrumentami pozabankowego rynku pieniężnego. Oznacza to, że emisje papierów komercyjnych przedsiębiorstw mają charakter niepubliczny i przeprowadzane są przez agentów emisji, którymi są banki lub biura maklerskie na zlecenie przedsiębiorcy[5]. Obrót wtórny papierami komercyjnymi jest prowadzony na rynku pozagiełdowym OTC (*over-the-counter*).

Za pośrednictwem KPD następuje przepływ środków pieniężnych od inwestorów do emitentów. Znalezienie stron transakcji jest zadaniem banków, które mogą również występować w roli inwestorów. Na początku

[4] W. Dębski, *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania*…, s. 291.

[5] Przedsiębiorstwa zawierają z bankami umowy o przeprowadzenie emisji KPD, najczęściej na okres 1–3 lat.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

współpracy z potencjalnym emitentem banki pełnią głównie funkcję konsultanta i doradcy przedsiębiorstwa. W pierwszej kolejności sprawdzają, czy pozyskanie środków pieniężnych w drodze emisji KPD jest dostępne dla przedsiębiorstwa, a przede wszystkim, czy skala jego potrzeb finansowych jest odpowiednio duża, aby wchodził on jako emitent na rynek KPD. Bank porównuje również atrakcyjność kosztu emisji z kosztem zaciągniętego kredytu i innymi źródłami pozyskiwania kapitału obcego. Ponadto bank wskazuje możliwość użycia KPD do finansowania w dłuższym niż jeden rok horyzoncie czasowym. W tym celu używa się wspomnianego wcześniej mechanizmu tzw. rolowania emisji.

W dalszej kolejności bank oferuje usługi agenta ds. emisji i płatności. Podmiot pełniący tę funkcję ma za zadanie[6]:

- ocenić wiarygodność kredytową klienta (jeżeli emitent nie zleca tego specjalistycznej instytucji, tzw. agencji ratingowej) i dopasować do niej wysokość programu emisji oraz wielkość dyskonta (im wyższe jest ryzyko kredytowe, tym wyższego dyskonta zażądają nabywcy KPD),
- dostosować wielkość emisji do aktualnej możliwości absorpcji nowych emisji KPD przez rynek,
- opracować tzw. memorandum informacyjne, które przypomina skrócony prospekt emisyjny opracowywany dla spółki planującej wejście na giełdę. Zawiera ono zasady emisji i obrotu KPD, podstawowe informacje o branży, informacje o emitencie, w tym podstawowe informacje finansowe, oraz wzory dokumentów niezbędnych do przenoszenia praw z KPD,
- rozesłać memorandum do potencjalnych nabywców KPD,
- sprzedać emisję na rynku, a wpływy z niej, po potrąceniu prowizji i opłaty skarbowej od wystawienia weksli, przekazać na rachunek emitenta,
- dokonywać kasowej obsługi emisji.

Agent ds. emisji i płatności podejmuje również, w uzgodnieniu z emitentem, decyzje dotyczące wielkości programu emisji[7], następnie jego podziału na transze oraz wielkości pierwszej transzy.

---

[6] *Bankowa obsługa firmy…*, s. 120–121.

[7] Wielkość programu emisji określa maksymalną wartość nominalną wszystkich wyemitowanych, ale niewykupionych przez emitenta KPD, jaka może być w obrocie na rynku przez cały okres trwania programu.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Ponadto bank-pośrednik może pełnić rolę depozytariusza, który przyjmuje emitowane KPD w depozyt, prowadzi rejestr aktualnych posiadaczy KPD, wydaje im świadectwa depozytowe oraz inne dokumenty na ich żądanie, gdyby emitent nie wykupił KPD w umownym terminie.

Bank może również pełnić funkcję gwaranta emisji, co rozumie się dwojako: jako gwarantowanie spłaty długu lub zapewnienie sprzedaży całej transzy na rynku pierwotnym. Firmy o wysokiej wiarygodności kredytowej mogą emitować KPD bez zabezpieczenia, natomiast inne muszą zabezpieczać emisję cesją posiadanych przez nie wierzytelności, które pochodzą od płatników o wysokiej ocenie wiarygodności finansowej. Emisje KPD mogą być również objęte gwarancją spłaty udzieloną przez stronę trzecią. Jeżeli występuje gwarancja spłaty, to najczęściej jest ona udzielana przez firmę macierzystą dla swojej spółki córki w Polsce i bardzo często opiera się na regulacjach prawnych kraju będącego siedzibą spółki matki. Rzadkością na naszym rynku KPD jest ciągnięcie weksla przez emitenta KPD na agenta ds. emisji i płatności lub na inny bank. Weksel ciągniony na bank, czyli akcept bankowy, jest uważany przez inwestorów za instrument finansowy o stosunkowo małym ryzyku inwestycyjnym. Jest on jednak dość drogi i emitentowi nie zawsze opłaca się taka gwarancja spłaty[8].

Gwarantowanie emisji KPD odbywa się również w postaci zapewnienia sprzedaży całej transzy, a bank podejmujący się takiej usługi nazywany jest w profesjonalnym żargonie gwarantem emisji lub z języka angielskiego underwriterem. Z punktu widzenia przedsiębiorstwa ten rodzaj gwarancji jest istotnym elementem emisji, ponieważ pozwala mu otrzymać planowane wpływy w całości. Z usługi tej korzystają głównie duże podmioty gospodarcze, których jednorazowe emisje przekraczają 100 mln zł.

Underwriter gwarantuje emisję KPD na dwa sposoby. Może on kupić od emitenta tę część transzy, która nie zostanie sprzedana na rynku przez agenta ds. emisji i płatności. Obecnie wykorzystywana jest jednak inna metoda, polegająca na tym, że gwarant emisji kupuje całość transzy – jest jedynym nabywcą na rynku pierwotnym i dopiero później odsprzedaje

[8] *Bankowa obsługa firmy…*, s. 122.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

zainteresowanym inwestorom KPD na rynku wtórnym, tworząc tym samym obrót na tym rynku. Pełni on jednocześnie rolę dealera emisji[9].

6.1.2. Koszt emisji krótkoterminowych papierów dłużnych

Koszty związane z pozyskiwaniem środków w wyniku przeprowadzenia emisji KPD można podzielić na dwie części: koszty przygotowania programu emisji (np. prowizje banku za przygotowanie programu emisji, prowizja dla agencji ratingowej za przygotowanie oceny wiarygodności emitenta) oraz koszty proporcjonalne do wysokości zaciągniętych zobowiązań (np. dyskonto, opłata skarbowa, prowizja banku za plasowanie emisji)[10].

Podstawowym składnikiem kosztu związanego z emisją KPD jest dla przedsiębiorstwa dyskonto. Zależy ono od wysokości oczekiwanej przez inwestorów stopy zwrotu z KPD, która kształtuje się na podstawie poziomu krótkoterminowych stóp procentowych na rynku. W Polsce używa się stopy wzorcowej WIBOR z rynku depozytów międzybankowych, która z reguły odpowiada okresowi do wykupu KPD (okres zapadalności). Do stopy wzorcowej dodaje się marżę kalkulowaną na podstawie poziomu ryzyka kredytowego emitenta.

Oprócz dyskonta bank pobiera opłatę za pośrednictwo pomiędzy emitentem a nabywcami KPD oraz opłatę skarbową za wystawienie weksla własnego płatną w momencie jego wystawienia. Pozostałe koszty zależą od dodatkowej roli pełnionej przez bank i mogą mieć charakter opłat stałych lub liczonych procentowo od wartości nominalnej emisji, płaconych z góry lub z dołu. I tak, emitent płaci z góry prowizję od programu emisji, a po zakończeniu sprzedaży KPD – prowizję od każdej transzy. Za rolowanie emisji pobierana jest opłata z góry niezależnie od tego, czy emisja zakończy się sukcesem, czy nie. Prowizję pobiera również gwarant emisji i jest to opłata od wartości programu lub danej transzy, pobierana z góry.

Z uwagi na fakt, że przedstawione koszty emisji KPD są wysokie, przedsiębiorstwo musi w pierwszej kolejności przeanalizować, czy nie znajdzie

[9] Dealerem emisji może być również bank trzeci.

[10] S. Antkiewicz, *Polski rynek obligacji*…, s. 151.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

na rynku tańszego źródła kapitału obcego. Szacuje się, że dolną granicą opłacalności emisji KPD jest 2 mln zł. Poniżej tej kwoty banki najczęściej nie są zainteresowane organizacją takiej emisji. Warto również wspomnieć, że przy wyższej wartości programu emisji zaczyna działać efekt korzyści skali – przedsiębiorstwo może wynegocjować niższe prowizje i tym samym zmniejszają się opłaty stałe w porównaniu do łącznego kosztu emisji.

6.2. Obligacje

Obligacjami (*bond*) nazywa się dłużne papiery wartościowe, które zostały wyemitowane zgodnie z ustawą o obligacjach. Zgodnie z art. 4 ust. 1 tej ustawy obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia. Warunki emisji zawierają w szczególności (art. 6 ust. 1):

- rodzaj obligacji,
- oznaczenie emitenta, w tym jego nazwę (firmę) i siedzibę, a w przypadku emitenta podlegającego obowiązkowi wpisu do rejestru dodatkowo numer wpisu do rejestru,
- wskazanie adresu strony internetowej emitenta,
- wskazanie decyzji emitenta o emisji, a w przypadku emitenta mającego siedzibę poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej dodatkowo oświadczenie o posiadaniu uprawnień do emitowania obligacji zgodnie z właściwym dla niego prawem,
- wartość nominalną i maksymalną liczbę obligacji proponowanych do nabycia,
- opis świadczeń emitenta wynikających z obligacji, wysokość tych świadczeń lub sposób, w jaki będzie ustalana, oraz termin, miejsce i sposób ich spełniania, a w przypadku obligacji niemających postaci dokumentu dodatkowo określenie dni, według których ustala się uprawnionych do świadczeń,
- informację o ustanowionych lub planowanych do ustanowienia zabezpieczeniach wierzytelności wynikających z obligacji albo braku zabezpieczenia,

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

- miejsce i datę sporządzenia warunków emisji,
- podpisy osób upoważnionych do zaciągania zobowiązań w imieniu emitenta.

Poprzez sprzedaż obligacji emitent zaciąga dług u wielu wierzycieli, którzy z kolei postrzegają ten papier wartościowy jako lokatę swego kapitału obciążoną niższym stopniem ryzyka w stosunku np. do akcji. Warto przy tym zauważyć, że do momentu wykupu obligacje mogą wielokrotnie zmieniać właścicieli, zatem wierzycielem emitenta jest każdy kolejny posiadacz obligacji[11].

6.2.1. Oferta publiczna

Zgodnie z art. 3 ust. 1 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych[12] **ofertą publiczną** jest udostępnianie co najmniej 150 osobom na terytorium jednego państwa członkowskiego lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych.

6.2.2. Rodzaje obligacji

Biorąc pod uwagę różne kryteria, można wyróżnić wiele podziałów obligacji. Ze względu na[13]:

- rodzaj emitenta – wyróżnia się **obligacje skarbowe** (*treasury bills*, *treasury notes*, *treasury bonds*[14]), **obligacje komunalne** (*municipal bonds*) i **obligacje przedsiębiorstw** (*corporate bonds*),

[11] Por. W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 212.

[12] Tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 512 z późn. zm.

[13] S. Antkiewicz, *Papiery wartościowe na rynku pieniężnym i kapitałowym*, CeDeWu, Warszawa 2014, s. 41–44.

[14] Według nomenklatury amerykańskiej *treasury bills* to bony skarbowe emitowane na okres do jednego roku, *treasury notes* to papiery średnioterminowe emitowane na okres od roku do 10 lat, zaś *treasury bonds* to obligacje skarbowe długoterminowe – powyżej 10 lat. Zob. m.in. K. Liberadzki, *Dłużne papiery wartościowe*, Difin, Warszawa 2014, s. 15.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

- sposób oprocentowania – wymienić można **obligacje o stałej stopie oprocentowania** (*fix rate notes*), **obligacje o zmiennej stopie oprocentowania** (*floating rate notes*) i tzw. **obligacje zerokuponowe**, które emitowane są z dyskontem do ich wartości nominalnej,
- prawa i przywileje związane z zakupem – rozróżnia się **obligacje zwykłe** nieoferujące żadnych szczególnych praw, **obligacje zamienne** (*convertible bonds*), które w określonym terminie (okres konwersji) mogą być wykupione lub zamienione na akcje spółki emitenta, oraz **obligacje z prawami poboru** (*bonds with warrants*), zwane warrantami, umożliwiające ich posiadaczowi wykupienie akcji spółki, która wyemitowała te obligacje, w określonym terminie ważności i według ustalonego kursu,
- czas – wyróżnia się **obligacje krótkoterminowe** z terminem wykupu do 3 lat, **średnioterminowe** (od 3 do 10 lat) i **długoterminowe** (powyżej 10 lat).

Obligacje mogą mieć tradycyjnie **postać materialną**, a więc występują w postaci fizycznego dokumentu składającego się z dwóch części. Pierwszą jest tzw. płaszcz, czyli właściwy zapis dłużny zawierający podstawowe dane, jak: seria i numer papieru, jego nazwa, wartość nominalna, stopa oprocentowania, termin wykupu, nazwa emitenta oraz inne szczegóły określające bliżej cechy obligacji. Drugim elementem jest arkusz kuponowy składający się z kuponów (odcinków) pozwalających posiadaczowi obligacji na inkasowanie odsetek. Obligacje mogą mieć też **postać zdematerializowaną**, czyli występują w formie komputerowego zapisu księgowego. Obecnie zdecydowana większość emitowanych obligacji ma formę zdematerializowaną.

6.2.3. Obligacje emitowane przez przedsiębiorstwa z uwzględnieniem podmiotów sektora MSP

Dla przedsiębiorstwa obligacje są źródłem finansowania zewnętrznego i stanowią możliwość czasowego korzystania z pozabankowych funduszy średnio- lub długoterminowych. Przedsiębiorstwa emitują obligacje głównie z trzech powodów.

Po pierwsze, przedsiębiorstwa traktują obligacje jako źródło finansowania zarówno działalności bieżącej, jak i inwestycyjnej, i z tego powodu mogą potrzebować dodatkowych funduszy na okres dłuższy niż jeden rok.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Po drugie, obligacje mogą być tańszym źródłem finansowania niż emisja akcji, przede wszystkim dlatego, iż odsetki z tytułu oprocentowania płacone posiadaczom obligacji są odpisywane, jako koszty finansowe, od postawy opodatkowania wyniku przedsiębiorstwa podatkiem dochodowym. Oznacza to, iż koszt kapitału uzyskiwanego z obligacji jest niższy od kosztu kapitału uzyskiwanego z akcji, w stosunku do których nie stosuje się takiego odpisu. Dodatkowo dywidenda wypłacana jest akcjonariuszom z zysku po opodatkowaniu, co również podraża źródło kapitału[15].

Po trzecie, obligacje mogą być również tańszym źródłem finansowania w stosunku do kredytu bankowego. Dzieje się tak, ponieważ przedsiębiorstwa, emitując obligacje, unikają niektórych kosztów, jak np. prowizji naliczanej przy pobieraniu kredytu oraz kosztów kontroli banku związanej z wykorzystaniem danego kredytu, co ma miejsce najczęściej przed akceptacją do wypłaty kolejnych transz. Z drugiej jednak strony przedsiębiorstwa muszą zawsze pamiętać o wadach obligacji, a mianowicie, iż nigdy nie mogą być pewne co do wielkości zebranego kapitału z powodu możliwości wystąpienia problemów ze sprzedażą obligacji oraz swojej kondycji finansowej w momencie ich wykupu.

Obligacje emitowane przez przedsiębiorstwa charakteryzują się zróżnicowanym stopniem ryzyka związanym z różnym poziomem wiarygodności podmiotów gospodarczych. Najbardziej bezpieczne i w związku z tym najbardziej poszukiwane na rynku są obligacje *blue chips*. Emitowane są one przez firmy duże, stabilne ekonomicznie i cieszące się renomą na danym rynku. Z tego powodu są one emitowane najczęściej bez zabezpieczenia (*debenture bonds*). Przedsiębiorstwa mniej wiarygodne na rynku najczęściej zabezpieczają emisję obligacji albo swoim majątkiem, albo majątkiem innych podmiotów, w zamian za co oferują niższe stopy zwrotu. Jako zabezpieczenie emisji stosowana jest najczęściej hipoteka, którą dzieli się na: pierwszą (*first mortgage*) – zabezpieczający majątek jest wpisywany na pierwszym miejscu w księdze wieczystej – oraz drugą lub generalną (*second or general mortgage*) – zabezpieczający majątek jest wpisywany na drugim miejscu do księgi wieczystej lub w ogóle wpisywany. Emisja może być też zabezpieczona

[15] W. Dębski, *Teoretyczne i praktyczne aspekty…*, s. 337.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

gwarancją udzieloną przez instytucję finansową oraz innymi papierami wartościowymi posiadanymi przez emitenta (*collateral trust bonds*)[16].

Na rynku spotyka się również obligacje śmieciowe (tandetne, *junk bonds*). Mają one charakter spekulacyjny i emitowane są przez firmy wprowadzające na rynek nowe produkty i przejmujące inne podmioty gospodarcze, co wiąże się z wysokim ryzykiem. Obligacje te na ogół nie są zabezpieczone żadnymi aktywami i z tego powodu są obarczone dużym ryzykiem. Są one jednak znacznie wyżej oprocentowane w porównaniu z obligacjami zabezpieczonymi.

Warto również wspomnieć, że od 2009 r., dzięki alternatywnym systemom obrotu, otworzyły się możliwości emitowania obligacji m.in. przez małe i średnie przedsiębiorstwa. Na Catalyst notowane są obligacje skarbowe oraz nieskarbowe instrumenty dłużne emitowane przez przedsiębiorstwa, banki spółdzielcze oraz jednostki samorządu terytorialnego. Obrót obligacjami w ramach Catalyst prowadzony jest na czterech platformach transakcyjnych zarządzanych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie i BondSpot S.A., a regulują go Zasady działania Catalyst stanowiące regulację ramową w zakresie ogólnych reguł funkcjonowania, obowiązków informacyjnych emitentów, zasad wprowadzania obligacji do obrotu oraz praw i obowiązków uczestników rynku. Atutem Catalyst jest jego dostępność dla spółek z ograniczoną odpowiedzialnością za sprawą bardziej elastycznych i liberalnych regulacji dla podmiotów notowanych oraz planujących debiut. W ramach alternatywnego systemu obrotu można wprowadzić instrumenty sprzedawane w drodze tzw. oferty prywatnej, skierowanej do maksymalnie 149 inwestorów, przeprowadzanej bez udziału Komisji Nadzoru Finansowego, w trybie uproszczonym, co skraca proces emisji i obniża jego koszty. Emitenci muszą jednak korzystać z pomocy tzw. autoryzowanego doradcy, jeśli emisja nie przekracza 5 mln zł. Współpraca ta obejmuje etap wprowadzania instrumentów do obrotu i oznacza konieczność zbadania poprawności sporządzenia dokumentu informacyjnego (skróconej wersji prospektu emisyjnego)[17].

---

[16] W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy…*, s. 218.

[17] M. Mosionek-Schweda, *Finansowanie działalności przedsiębiorstw w drodze emisji obligacji na zorganizowanym rynku dłużnych instrumentów finansowych* [w:] *Przedsiębiorstwo w otoczeniu globalnym*, red. A. Oniszczuk-Jastrząbek, T. Gutowski, Instytut Transportu i Handlu Morskiego, Uniwersytet Gdański, Gdańsk 2015,

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Niestety, potencjalnych właścicieli-emitentów zniechęca kilka barier. Pierwszą jest bariera mentalna związana z brakiem wiedzy i doświadczeniem oraz obawą o skuteczność tej drogi finansowania przedsiębiorstwa. Dużym problemem są także wymogi dotyczące wartości kapitału własnego debiutujących spółek, jak również obowiązki informacyjne. Małych przedsiębiorców zniechęca też wysokość opłat: dla warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych prowadzącej Catalyst (za autoryzację emisji obligacji, wprowadzenie ich do obrotu oraz opłata roczna), regularne opłaty na rzecz Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych, autoryzowanego doradcy, animatora obrotu, a także raz w roku na rzecz biegłego rewidenta. Łącznie stanowi to koszt, którego małe podmioty nie chcą lub nie mogą ponosić. Spółki notowane na rynku mają obowiązek przekazywać do publicznej wiadomości: raporty bieżące, zawierające informacje o wszelkich istotnych zdarzeniach i planach mających wpływ na ich sytuację rynkową lub na cenę instrumentów finansowych, raporty okresowe (o charakterze finansowym): kwartalne (zawierające bilans, rachunek zysków i strat, rachunek przepływów pieniężnych, zestawienie zmian w kapitale), oraz roczne, z opinią i raportem z badania przez biegłego rewidenta[18]. Warto wspomnieć, że barierę w dostępie do tego źródła finansowania może tworzyć także samo przedsiębiorstwo – potencjalni inwestorzy unikają inwestowania w bardzo małe, początkujące i ryzykowne spółki[19].

s. 119–121. Zob. także A. Jagielnicki, *Catalyst. Odkryj rynek obligacji. Sprawdzona inwestycja w niepewne czasy*, Helion, Gliwice 2013, s. 53–68.

[18] *Catalyst, Rynek Obligacji GPW*, http://www.gpwcatalyst.pl [dostęp: 15.07.2017].

[19] J. Bednarz, *Istotne bariery w dostępie mikro, małych i średnich przedsiębiorstw do finansowania zewnętrznego w Polsce* [w:] *Wpływ integracji europejskiej w obszarze rynków finansowych na dostępność sektora MSP do finansowania zewnętrznego*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową i Fundacja Konrada Adenauera w Polsce, Gdańsk 2015, s. 107–108.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

ROZDZIAŁ 7

LEASING JAKO ŹRÓDŁO FINANSOWANIA DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ

7.1. Definicja i charakterystyka leasingu

Słowo „leasing" wywodzi się od angielskiego słowa *to lease* i tłumaczone jest jako wynająć, wydzierżawić. **Leasing** najprościej można zdefiniować jako umowę, na mocy której jedna strona umowy, jaką jest leasingodawca, przekazuje drugiej stronie – leasingobiorcy – prawo do użytkowania określonego dobra (środka trwałego), którego jest właścicielem, w zamian za określone płatności, przy czym czas użytkowania przedmiotu leasingu jest dokładnie określony w umowie[1]. Dlatego też leasing jest dla przedsiębiorstwa sposobem na używanie rzeczy i czerpanie z niej korzyści w sytuacji, gdy nie jest ono faktycznie jej właścicielem. Umożliwia on sfinansowanie ze środków obcych większej części lub nawet całości kosztów inwestycji korzystającego, stanowiąc względem tradycyjnych źródeł dodatkowe źródło finansowania.

W porównaniu do umowy najmu lub dzierżawy umowę leasingu wyróżniają trzy charakterystyczne elementy:

- przedmiotem umowy jest środek trwały,
- dokładnie określony jest czas trwania umowy,
- zapłata za użytkowanie wyrażona jest zawsze w pieniądzu.

[1] D. Załupka, M. Żyniewicz, *Leasing ABC oraz D. Wszystko o ekonomicznych i podatkowych aspektach leasingu*, Oficyna Wydawnicza „UNIMEX", Wrocław 2001, s. 11.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Leasing jest związany przede wszystkim z poszukiwaniem alternatywnych w stosunku do kredytu bankowego metod średniookresowego finansowania zakupów lub krótkookresowego i odpłatnego korzystania z dóbr majątkowych. Umożliwia sfinansowanie w całości nakładów inwestycyjnych z cudzych środków tym przedsiębiorstwom, które nie posiadają zdolności kredytowej. Leasing wiąże się również z korzyściami podatkowymi – leasingobiorca ma możliwość pomniejszenia dochodu stanowiącego podstawę naliczenia podatku dochodowego. Operacja leasingowa nie wchodzi do bilansu przedsiębiorstwa jako zobowiązanie, a zatem nie powoduje zmniejszenia zdolności kredytowej i pogorszenia wskaźników bilansowych. Jest także wykorzystywany do rozwoju przedsiębiorstwa, poszerza dostęp do nowoczesnych technologii, co ma szansę przyczynić się do umocnienia pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa na rynku[2].

7.2. Uczestnicy transakcji leasingowej

W umowie leasingowej biorą udział przynajmniej dwa podmioty. Są nimi właściciel przedmiotu leasingu – **leasingodawca** (zwany również finansującym, którym jest najczęściej właściciel przedmiotu oddający go w używanie; wyspecjalizowana firma świadcząca usługi finansowe lub podmiot powołany przez bank) oraz korzystający z przedmiotu, użytkujący – **leasingobiorca**. W praktyce przy zawieraniu umowy uczestniczy pośrednio lub bezpośrednio kilka innych podmiotów gospodarczych, którymi są:

- **podmiot dostarczający przedmiot umowy**, którym jest zazwyczaj producent, firma handlowa, dealer. Leasingodawca kupuje od niego przedmiot późniejszej umowy. Dostawcę wybiera najczęściej przyszły użytkownik i to na niego finansujący ceduje wszelkie prawa związane z gwarancją czy rękojmią;
- **instytucja wspierająca finansowo leasingodawcę**, czyli bank – jest podmiotem faktycznie finansującym transakcję, szczególnie w sytuacjach, gdy firma leasingowa musi posiłkować się kapitałem obcym. Odbywa się to na zasadzie wykupu przez bank przyszłych należności z tytułu zawartej

[2] J. Grzywacz, M. Burżacka-Majcher, *Leasing w przedsiębiorstwie*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2007, s. 47–51.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

umowy leasingowej. Bank ma prawo do sprawdzenia wiarygodności kredytowej klienta oraz wpływa na charakter i wielkość zabezpieczeń;
- **podmiot ubezpieczający przedmiot umowy** (towarzystwo ubezpieczeniowe), które ubezpiecza leasingowany przedmiot na wypadek kradzieży, zniszczenia, pożaru, ponieważ uszkodzenie obiektu lub jego utrata nie zwalnia korzystającego z płacenia pozostałych rat leasingowych. Dopuszcza się różne możliwości ubezpieczenia sprzętu: przez korzystającego, przez finansującego na warunkach zwykłych w dowolnym towarzystwie lub na warunkach preferencyjnych, gdy finansujący ma podpisaną umowę pakietową na ubezpieczenie wszystkich przedmiotów przekazywanych w leasing (koszt ubezpieczenia zwiększa czynsz leasingowy);
- **podmiot poręczający** (poręczyciel leasingobiorcy), który występuje, gdy potencjalny leasingobiorca nie ma wymaganej zdolności kredytowej i osoba trzecia zgodzi się przyjąć na siebie ciężar długu w przypadku jego niewypłacalności[3].

7.3. Przedmiot i przebieg transakcji leasingu

Przedmiotem leasingu może być rzecz ruchoma lub nieruchoma, służąca celom zarobkowym użytkownika, dobro o charakterze inwestycyjnym, najczęściej znacznej wartości, w rachunkowości przedsiębiorstw zwane środkiem trwałym. Przyjmując klasyfikację leasingu ze względu na charakter jego przedmiotu, można wyróżnić **leasing nieruchomości** i **ruchomości**. Ten ostatni dzieli się na leasing: środków transportu drogowego, maszyn i urządzeń przemysłowych, komputerów i sprzętu biurowego, środków transportu kolejowego, powietrznego i wodnego, leasing innych ruchomości[4].

Przedsiębiorstwo musi być świadome, że przed podpisaniem umowy leasingowej, tak jak w przypadku kredytu bankowego, firma leasingowa skrupulatnie weryfikuje potencjalnego klienta. Dzieje się tak, ponieważ w przypadku gdy klient nie płaci rat leasingowych, bank pobiera swoją

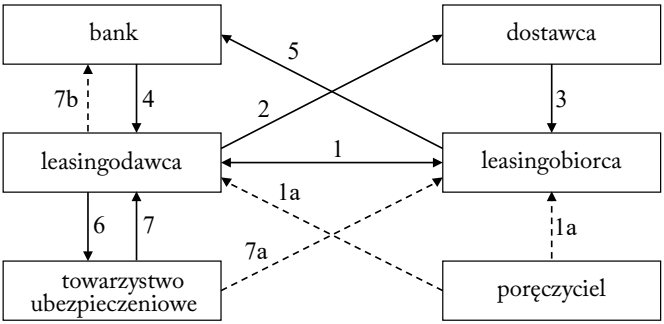
[3] T. Cicirko, A. Karmańska, P. Russel, *Determinanty rozwoju transakcji leasingowych w Polsce*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2014, s. 27–28.

[4] M. Koralewski, *Umowy leasingu. Aspekty podatkowo-prawne*, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 22.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

należność z konta leasingodawcy. Ponadto bank ustala formalności związane z daną transakcją, a ich niespełnienie grozi odmową jej dalszego finansowania. Tylko w przypadku transakcji o niewielkim ryzyku użyczający sam podejmuje decyzję o zawarciu danej umowy.

Transakcja leasingowa ma charakter złożony. Bierze w niej udział wiele podmiotów gospodarczych, które zawierają dodatkowo inne umowy. Powiązania między nimi ilustruje rys. 7.1.



Legenda:

1. Zawarcie umowy leasingu; leasingobiorca płaci leasingodawcy opłatę wstępną, w tym ewentualny depozyt (kaucję) oraz opłaty manipulacyjne na pokrycie np. ubezpieczenia, podatków.

1a. Poręczenie; poręczyciel składa leasingodawcy wymagane dokumenty oraz podpisuje (poręcza) za zobowiązania leasingobiorcy.

2. Leasingodawca płaci dostawcy za sprzęt.
3. Leasingobiorca odbiera sprzęt od dostawcy.
4. Bank refinansuje umowę, np. wykupując od leasingodawcy jego wierzytelności wobec leasingobiorcy.
5. Leasingobiorca użytkuje sprzęt, płacąc za to kolejne czynsze leasingowe; najczęściej spłaty kierowane są do banku.
6. Leasingodawca płaci ubezpieczycielowi za ubezpieczenie sprzętu (przeważnie cena ubezpieczenia wliczona jest w koszt leasingu, a więc w rzeczywistości płaci ją klient, ale formalnie leasingodawca jako właściciel zawiera umowę ubezpieczenia).
7. Towarzystwo ubezpieczeniowe udziela ochrony ubezpieczeniowej.

7a. Leasingodawca ceduje część praw z umowy ubezpieczenia na leasingobiorcę, a ten w niektórych przypadkach sam kieruje ewentualne roszczenia do ubezpieczyciela.

7b. Polisa ubezpieczenia majątkowego często jest dodatkowym zabezpieczeniem dla banku, dlatego leasingodawca ceduje prawa z tytułu zawarcia umowy ubezpieczenia na bank.

Rysunek 7.1. Schemat transakcji leasingowej
Źródło: D. Załupka, M. Żyniewicz, *Leasing ABC oraz D…*, s. 18–19.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

7.4. Rodzaje leasingu

Podstawowym podziałem umów leasingowych jest rozróżnienie ich ze względu na charakter zobowiązań stron. W tej kategorii wymienić można leasing operacyjny i finansowy. **Leasing operacyjny** (bieżący, *operational lease*) polega na czasowym przekazaniu w użytkowanie dobra inwestycyjnego, przy czym czas ten jest krótszy niż okres normatywnego zużycia leasingowanej rzeczy. Przedmiot umowy leasingu zaliczany jest do środków majątku finansującego. Leasingodawca dokonuje odpisów amortyzacyjnych z tytułu posiadania rzeczy oraz ma możliwość odliczenia części lub całości podatku VAT, którym obłożona była cena zakupu środka trwałego. Raty leasingowe stanowią koszt uzyskania przychodu dla leasingobiorcy. W czasie trwania umowy zwykle pełne ryzyko dotyczące dobra, koszty jego utrzymania, napraw, ubezpieczenia i podatki ponosi udostępniający[5]. Po wygaśnięciu umowy dany przedmiot jest zwracany leasingodawcy, a sama umowa nie może zawierać zapisu o możliwości jego wykupu przez leasingobiorcę. Leasingodawca może zawrzeć kilka umów, co pozwala na amortyzację danego przedmiotu i uzyskanie określonych korzyści finansowych.

Leasing finansowy (*finance lease*) charakteryzuje się tym, że przedmiot leasingu zaliczany jest do składników majątku korzystającego. Dokonuje on odpisów amortyzacyjnych, które są dla niego kosztem wraz z odsetkami. Ta część odsetkowa czynszów leasingowych stanowi przychód finansującego. Czas trwania tej umowy jest zbliżony do okresu zużycia rzeczy. Korzystający ponosi pełne ryzyko dotyczące dobra, pokrywa koszty jego utrzymania i ubezpieczenia, niezbędne podatki oraz inne opłaty, a po zakończeniu umowy ma zagwarantowane przeniesienie prawa własności do tego przedmiotu. Leasing finansowy może być stosowany, gdy spełnione są łącznie trzy warunki[6]:

- umowa leasingu została zawarta na czas oznaczony,
- suma ustalonych w umowie opłat, pomniejszona o należny podatek od towarów i usług, odpowiada co najmniej wartości początkowej środków trwałych lub wartości niematerialnych i prawnych,

[5] J. Poczobut, *Umowa leasingu w prawie krajowym i międzynarodowym*, Wydawnictwa Prawnicze PWN, Warszawa 1996, s. 52.

[6] *Leksykon leasingu i motoryzacji*, IPM Sp. z o.o., Wrocław 2008, s. 86–87.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

- umowa zawiera postanowienie, że odpisów amortyzacyjnych w podstawowym okresie umowy leasingu dokonuje korzystający.

W praktyce gospodarczej występuje wiele odmian leasingu. Z punktu widzenia stron występujących w umowie wyróżnia się:

- **leasing bezpośredni**, kiedy producent przedmiotu leasingu jest równocześnie leasingodawcą i oddaje go leasingobiorcy do użytkowania,
- **leasing pośredni** ma charakter transakcji trójstronnej. Wybrany przez przyszłego leasingobiorcę przedmiot leasingu jest nabywany od jego producenta przez leasingodawcę, który następnie, na podstawie podpisanej umowy leasingu, przekazuje go do użytkowania leasingobiorcy.

Ze względu na charakter przedmiotu leasingu wyróżnia się:

- **leasing ruchomości** (*personal estate lease*),
- **leasing nieruchomości** (*real estate lease*),
- **leasing dóbr konsumpcyjnych** (*commodity lease, consumer lease*), gdy leasingobiorca jest osobą fizyczną, która wykorzystuje przedmiot leasingu na potrzeby własne lub gospodarstwa domowego,
- **leasing ruchomych dóbr inwestycyjnych** (*equipment lease*), czyli użytkowanie ruchomych środków trwałych (maszyn, urządzeń, środków transportu),
- **leasing nieruchomych dóbr inwestycyjnych** (*plant lease*), np. wydzierżawianie obiektów wyposażonych w odpowiednie urządzenia (np. kompletne zakłady produkcyjne, warsztaty, maszyny)[7].

W literaturze i w praktyce spotyka się również inne rodzaje leasingu:

- **leasing zwrotny**, który jest szczególną odmianą leasingu finansowego, w którym leasingobiorca pełni jednocześnie rolę dostawcy przedmiotu leasingu. Jego konstrukcja polega na odsprzedaży przez przyszłego leasingobiorcę własnego majątku na rzecz leasingodawcy, a po zakończeniu umowy może dany przedmiot odkupić. W ten sposób leasingobiorca osiąga podwójną korzyść, ponieważ zatrzymuje dobro inwestycyjne, z którego zamierza nadal korzystać, oraz przekształca kapitał stały w kapitał płynny, który może wykorzystać w dowolny sposób. Ten rodzaj leasingu jest korzystny szczególnie dla tych przedsiębiorstw, które wykazują wysoką

[7] T. Cicirko, A. Karmańska, P. Russel, *Determinanty rozwoju transakcji leasingowych w Polsce*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2014, s. 21–27.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

wartość środków trwałych, przy jednoczesnych niedostatkach kapitału obrotowego, bądź też chcących w krótkim czasie pozyskać kapitał na dalsze inwestycje;

- **leasing tenencyjny** – jest odmianą leasingu zwrotnego zastosowaną po raz pierwszy w Polsce w 1998 r. Polega on na tym, że leasingobiorca i dostawca przedmiotu leasingu są ze sobą powiązani, ponieważ należą do tego samego holdingu kapitałowego. Leasing tenencyjny ma zastosowanie szczególnie w przypadku leasingu nieruchomości;
- **leasing międzynarodowy** (*cross-border, export or import lease*) – występuje, gdy transakcja ma charakter międzynarodowy, jeżeli strony uczestniczące w transakcji leasingowej mają swoje siedziby w różnych krajach. Ma on charakter bierny (*import lease*), gdy przedmiot leasingu jest przywożony na obszar celny państwa leasingobiorcy, lub czynny (*export lease*), gdy przedmiot ten jest wywożony z obszaru celnego kraju leasingodawcy[8].

Z uwagi na fakt, że w praktyce wpłata wstępna[9] może mieć różny charakter i z punktu widzenia podatku dochodowego jest lub nie jest kosztem uzyskania przychodu dla leasingobiorcy (kwitowana jest fakturą VAT lub tylko potwierdzeniem wpłaty), rozróżnia się leasing norweski i lombardowy.

Leasing norweski dotyczy leasingu zwrotnego (leasingobiorca i dostawca przedmiotu leasingu to ten sam podmiot gospodarczy) i charakteryzuje się tym, że wpłata wstępna wynosi 100% wartości danego przedmiotu. Ponieważ ma on na celu obniżenie płaconego podatku dochodowego przez leasingobiorcę, ten rodzaj leasingu w praktyce występuje relatywnie rzadko.

Leasing lombardowy polega na zastosowaniu podwyższonej wpłaty wstępnej w wysokości nawet 30–50% wartości przedmiotu leasingu, która jest wystarczającym zabezpieczeniem dla firmy leasingowej i pozwala automatycznie na obniżenie wymagań związanych z udokumentowaniem sytuacji finansowo-ekonomicznej leasingobiorcy. Ten rodzaj leasingu stosuje się

[8] Zob. szerzej: J. Poczobut, *Umowa leasingu…*, s. 71.

[9] Wpłata wstępna może składać się z kilku części, np. może się na nią składać: wspomniany czynsz inicjalny, opłata wstępna, wpłata początkowa, kaucja, depozyt, prowizja, opłata administracyjna, opłata manipulacyjna, koszty manipulacyjne. Por. D. Załupka, M. Żyniewicz, *Leasing ABC oraz D.…*, s. 34–35.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

najczęściej przy finansowaniu zakupu nowych samochodów, których wartość nie przekracza określonej przez użyczającego kwoty (np. 50 tys. zł)[10].

7.5. Leasing w prawie polskim

Początek ekspansji leasingu w Polsce to rok 1989, kiedy to weszły w życie ustawy z 23 grudnia 1988 r. o działalności gospodarczej[11] oraz o działalności z udziałem podmiotów zagranicznych[12]. Na początku ich konstrukcja bardziej przypominała umowę dzierżawy lub umowę sprzedaży na raty niż obecnie funkcjonującą umowę leasingową. Pierwotnie z pojęciem leasingu wiązała się realizacja kilku rodzajów transakcji ujętych w różnych typach umów cywilnoprawnych, a więc był on zaliczany do tzw. umów nienazwanych. Sytuacja zmieniła się 26 lipca 2000 r., kiedy Sejm RP uchwalił nowelizację Kodeksu cywilnego (k.c.), co umożliwiło umiejscowienie leasingu w polskim systemie prawnym i zaliczyło umowy leasingowe do tzw. umów nazwanych[13]. Nowe przepisy Kodeksu cywilnego dotyczące leasingu umieszczono w tytule XVII[1] (art. 709^1–709^{18}).

Zgodnie z art. 709^1 k.c. leasing to umowa zawarta pomiędzy trzema podmiotami: finansującym, zbywcą i korzystającym (warto zauważyć, że w prawie polskim nie zastosowano terminów leasingobiorca i leasingodawca, a polskie odpowiedniki to korzystający i finansujący). Definicja określa również podstawowe cechy umowy leasingu[14]:

- zróżnicowany zakres stron umowy,
- nabywanie przez finansującego rzeczy będącej przedmiotem leasingu w uzgodnieniu z korzystającym,
- wydanie nabytej przez finansującego rzeczy korzystającemu do używania lub używania i pobierania pożytków,

[10] *Ibidem*, s. 36–38.
[11] Dz. U. Nr 41, poz. 324.
[12] Dz. U. Nr 41, poz. 325.
[13] Dz. U. Nr 74, poz. 857. Ustawa weszła w życie 9 grudnia 2000 r.
[14] T. Cicirko, A. Karmańska, P. Russel, *Determinanty rozwoju transakcji leasingowych…*, s. 45–46.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

- świadczenie wzajemne korzystającego wobec finansującego polegające na zapłacie w ratach wynagrodzenia pieniężnego należnego na poziomie równym co najmniej cenie nabycia przedmiotu leasingu,
- czas trwania umowy leasingu jest z góry oznaczony, co przesądza o tym, że jest to umowa terminowa.

Umowa leasingu musi mieć formę pisemną pod rygorem nieważności (art. 709^2 k.c.). Najczęściej składa się z następujących dokumentów:

- informacji identyfikujących daną transakcję (dane dotyczące leasingobiorcy, leasingodawcy i przedmiotu leasingu),
- daty oraz miejsca zawarcia i zakończenia umowy,
- harmonogramu finansowego (specyfikacja kwot i terminów wpłat poszczególnych opłat leasingowych wraz z numerem rachunku bankowego),
- ogólnych warunków umowy leasingowej zawierających postanowienia stron dotyczące m.in. realizacji umowy, obowiązków stron, gwarancji i zabezpieczeń, szkody i ubezpieczenia, zmian w czasie trwania umowy, skutków naruszenia umowy,
- weksla in blanco wraz z deklaracją wekslową określającą możliwości skorzystania z weksla wystawionego przez leasingobiorcę,
- protokołu przekazania przedmiotu leasingu,
- upoważnienia do użytkowania przedmiotu leasingu przez leasingobiorcę przez okres trwania umowy leasingowej,
- innych dokumentów indywidualnie wymaganych przez firmy leasingowe[15].

Do zabezpieczeń transakcji leasingowej zalicza się: zabezpieczenia osobiste, jak weksel in blanco, gwarancja bankowa, poręczenie cywilne lub wekslowe, oraz zabezpieczenia rzeczowe, jak zastaw, blokada środków na rachunku bankowym, kaucja lub hipoteka.

7.6. Porównanie leasingu i kredytu bankowego

Porównując leasing z kredytem bankowym, można zauważyć, że w przypadku tych dwóch transakcji występuje kilka elementów wspólnych, jak np. określony czas trwania umowy, należności wyrażone w jednostkach pieniężnych,

[15] D. Załupka, M. Żyniewicz, *Leasing ABC oraz D.*…, s. 28–31 i 73.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

rodzaje zabezpieczeń (weksel, poręczenie). Jednak zasadnicza różnica tkwi w przedmiocie tych transakcji: umowa kredytowa mówi o określonej kwocie, którą bank stawia do dyspozycji kredytobiorcy, a w przypadku leasingu mamy zawsze do czynienia z przedmiotem. Ponadto procedura akceptacji klientów przez firmy leasingowe jest prostsza niż w przypadku kredytu bankowego. Jest to możliwe, ponieważ leasingodawca pozostaje właścicielem leasingowanych środków trwałych w czasie trwania umowy leasingu. Leasing jest również bardziej elastyczną formą finansowania, umożliwia indywidualne dostosowanie umowy do bieżących potrzeb korzystającego w zależności od przewidywanych przepływów gotówkowych przedsiębiorstwa poprzez odpowiednie dostosowanie opłaty wstępnej, kwoty wykupu, wysokości i częstotliwości rat. Pod względem kosztu finansowania oprocentowanie leasingu może się jednak okazać wyższe niż oprocentowanie kredytu. Dotyczy to zwłaszcza dużych podmiotów gospodarczych, o bardzo dobrym standingu finansowym, które dodatkowo mogą otrzymać gwarancję spłaty kredytu przez spółkę matkę. Takie przedsiębiorstwa otrzymają lepsze warunki finansowe w kredycie. Z kolei dla mniejszych podmiotów, które mają problemy z otrzymaniem kredytu w banku, leasing jest korzystnym rozwiązaniem zarówno pod względem finansowym, jak również dla dalszego ich rozwoju. Kolejnym atutem leasingu jest to, że takie umowy umożliwiają świadczenie dodatkowych usług, jak np. serwis związany z eksploatacją (konserwacja, remonty, części zamienne) czy ubezpieczenie przedmiotu leasingu. Leasing operacyjny posiada również przewagę nad kredytem bankowym pod względem optymalizacji struktury aktywów i pasywów (jest kosztem z tytułu płaconej raty leasingowej, co ma odzwierciedlenie jedynie w rachunku zysków i strat) oraz podatkowej (leasingobiorca ma prawo do obniżenia podstawy opodatkowania o opłatę wstępną, pełną wysokość raty leasingowej i ewentualne opłaty manipulacyjne)[16].

[16] J. Kornacki, K. Trzpioła, *Leasing 2016*, Wiedza i Praktyka, Warszawa 2016, s. 73–75.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

ROZDZIAŁ 8

FAKTORING JAKO ŹRÓDŁO FINANSOWANIA PRZEDSIĘBIORSTW

8.1. Istota faktoringu

Termin „faktoring" pochodzi z języka angielskiego i oznacza pośrednika, agenta. Jednak etymologicznych źródeł tego słowa należy poszukiwać w języku łacińskim – od słowa *facere*, co oznacza robić lub czynić[1]. Faktor więc „to ten, co robi". W literaturze można spotkać również stwierdzenie, iż faktoring pochodzi od słowa „faktoria", czyli placówki handlowej służącej kupcom europejskim w krajach zamorskich[2].

Faktoring nie jest definiowany jednoznacznie w literaturze i praktyce gospodarczej. Przyczyną jest sama geneza faktoringu, która jest różnie przedstawiana, co wynika z odmienności stopnia jego rozwoju w poszczególnych krajach. Problem pogłębia ponadto fakt, że jest to umowa nienazwana, faktoring ma charakter złożony, a ponadto w praktyce występuje wiele różnorodnych form tego typu operacji.

Przepisy dotyczące faktoringu w obrocie międzynarodowym zawarte zostały w Konwencji UNIDROIT o Faktoringu Międzynarodowym i Międzynarodowym Leasingu Finansowym z 28 maja 1988 r., zwanej również

[1] J. Grzywacz, *Faktoring*, Difin, Warszawa 2005, s. 32.

[2] J. Czarecki, *Faktoring jako instrument finansowania działalności MSP*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 71.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Konwencją Ottawską, w Konwencji Nowojorskiej (UNCITRAL) dotyczącej przelewu wierzytelności w handlu międzynarodowym z 12 grudnia 2001 r. oraz w tzw. GRIF – General Rules of International Factoring[3], opracowanych wspólnie przez prawników dwóch największych organizacji skupiających instytucje faktoringowe na całym świecie – Factors Chain International FCI i International Factors Group IFG[4].

Faktoring to usługa finansowa polegająca na bezpośrednim zakupie przez banki lub instytucje finansowe wierzytelności klientów, przypadających im z tytułu dostaw towarów lub usług dla odbiorcy, z jednoczesnym świadczeniem na rzecz klientów, zgodnie z art. 1 Konwencji Ottawskiej, co najmniej dwóch usług spośród wymienionych: finansowania dostawcy, w szczególności poprzez udzielenie pożyczki i wypłacenie zaliczki, księgowania wierzytelności, inkasowania wierzytelności, ochrony przed niedotrzymaniem zobowiązań płatniczych przez dłużników, doradczych i marketingowych. Jest to bardzo istotne, ponieważ brak tych usług dyskwalifikuje umowę jako umowę faktoringu i może być ona traktowana jako umowa cesji wierzytelności.

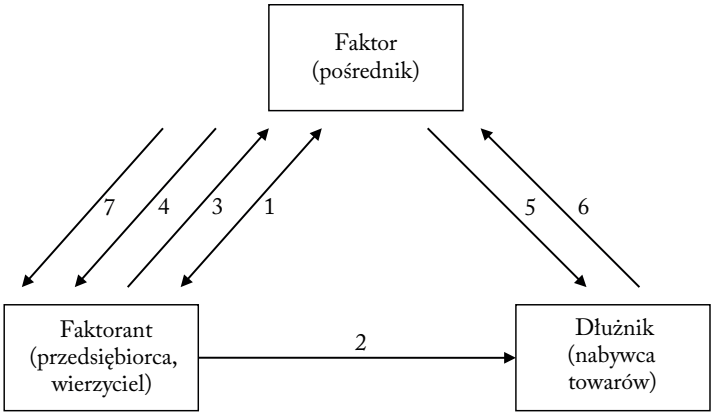
Faktoring jest formą krótkoterminowego finansowania wspomagającą rozwiązywanie problemów związanych z przepływem gotówki, które pojawiają się w przedsiębiorstwach wraz z wydłużaniem terminów płatności, czyli udzielaniem kontrahentom kredytów kupieckich. Sprzedaż należności faktorowi przekształca zamrożony kapitał dostawcy w środki finansowe (gotówkę) i poprawia jego zdolność płatniczą. Faktoring stwarza również możliwość uzyskania ochrony przed niewypłacalnością odbiorców.

Istotę faktoringu przedstawia rys. 8.1.

[3] *GRIF – General Rules of International Factoring*, 3.10.2011, https://www.garantifactoring.com/files/pdf/IFG_GRIF.pdf [dostęp: 13.03.2018].

[4] K. Kreczmańska-Gigol, *Faktoring jako jeden z instrumentów zarządzania należnościami i zobowiązaniami handlowymi a struktura kapitału*, Difin, Warszawa 2013, s. 18.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383



Legenda:
1. Podpisanie umowy faktoringowej
2. Dostawa towaru (usługi) z odroczonym terminem płatności wraz z fakturą
3. Przekazanie kopii faktury
4. Przekazanie zaliczki faktorantowi z uwzględnieniem potrąceń oraz świadczenie ewentualnych innych usług
5. Ewentualne informacje i monity wysyłane dłużnikowi przez faktora
6. Przekazanie należności na rzecz faktora
7. Wypłata pozostałej kwoty wierzytelności

Rysunek 8.1. Istota faktoringu
Źródło: Opracowanie własne.

8.2. Uczestnicy transakcji faktoringowej

Umowa faktoringu ma charakter dwustronny i zawierana jest pomiędzy faktorem a faktorantem. Jednak w samej transakcji bierze udział również dłużnik.

W roli **instytucji faktoringowych** występują najczęściej: faktoringowe instytucje bankowe, wyspecjalizowane spółki faktoringowe i osoby fizyczne świadczące usługi faktoringowe (forma najrzadziej spotykana). Warunkiem prowadzenia działalności faktoringowej jest posiadanie odpowiednio wysokich funduszy oraz dysponowanie wykwalifikowanym personelem, odpowiednio przygotowanym do realizacji zadań związanych z faktoringiem.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Z usług instytucji faktoringowych korzystają głównie przedsiębiorstwa (**faktoranci**) o dużej dynamice obrotu, które dokonują sprzedaży zazwyczaj na warunkach krótkoterminowego kredytu kupieckiego w rachunku otwartym. Faktoring jest szczególnie interesujący dla firm średnich i małych, ponieważ pozwala im na znaczne obniżenie kosztów własnych i dzięki temu na możliwość konkurowania z dużymi przedsiębiorstwami oraz realizowania relatywnie wysokich obrotów i zysków, mimo niekorzystnych warunków zewnętrznych (silna konkurencja, wysokie podatki, utrudniony dostęp do rynku pieniężnego i kapitałowego).

Z dotychczasowej praktyki wynika, że faktoringiem zainteresowane są przede wszystkim przedsiębiorstwa zajmujące się produkcją i zbytem tekstyliów, odzieży, mebli, materiałów budowlanych, części zamiennych, akcesoriów samochodowych, papieru i przyborów do pisania, wyrobów przemysłu elektrycznego i elektronicznego, szkła, tworzyw sztucznych, kosmetyków, farmaceutyków, zabawek, artykułów fotograficznych i gospodarstwa domowego, ale także przedsiębiorstwa o profilu wydawniczym, energetycznym i hutniczym[5]. Szczególną uwagę należy zwrócić na fakt, że z faktoringu nie mogą korzystać te przedsiębiorstwa, które posiadają ograniczony bądź niezmienny krąg odbiorców lub realizują obroty z partnerami o wątpliwej wypłacalności. Ponadto z grona klientów faktora wyłączone są również te podmioty gospodarcze, których obrót podlega silnym wahaniom sezonowym bądź które stosują niewiążące terminy dostaw i nieprecyzyjnie sformułowane warunki płatności.

Przedsiębiorstwa wskazują głównie na następujące motywy zawierania transakcji[6]:

- trudności w uzyskaniu kredytów bankowych,
- krótki czas pozyskania środków pieniężnych w faktoringu,
- prostsza niż przy kredycie bankowym procedura załatwiania formalności,

[5] D. Steć, *Rynek faktoringu w Polsce w 2015 r.* [w:] *Faktoring, Almanach Polskiego Związku Faktorów*, red. T. Biernat, Polski Związek Faktorów, Warszawa 2016, s. 24–25.

[6] D. Podedworna-Tarnowska, *Faktoring w Polsce szanse i zagrożenia rozwoju*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2006, s. 115–123.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

- potrzeba zabezpieczenia przed zwłoką w zapłacie podwykonawców czy administracji publicznej będącej kontrahentem umów,
- konieczność udzielania kredytów kupieckich,
- poprawa płynności finansowej przedsiębiorstwa.

W transakcji faktoringowej bierze udział również **dłużnik.** Może nim być każda osoba fizyczna lub prawna, która nabyła od faktoranta towar lub usługę. Jest on zobowiązany do świadczenia pieniężnego na rzecz dostawcy, a później, po zawarciu umowy faktoringowej, na rzecz faktora.

8.3. Przedmiot i funkcje transakcji faktoringowej

Według art. 1 ust. 2 lit. a Konwencji Ottawskiej przedmiotem faktoringu mogą być wszystkie wierzytelności wynikające z umów sprzedaży (lub świadczenie usług), zawartych między dostawcą a jego klientami (dłużnikami), z wyłączeniem wierzytelności z umów sprzedaży rzeczy kupowanych do użytku osobistego (rodzinnego lub gospodarstwa domowego). Należy zwrócić uwagę, że przedmiotem faktoringu mogą być jedynie wierzytelności bezsporne, pieniężne oraz związane z obrotem gospodarczym. Muszą mieć również charakter krótkoterminowy, z reguły od 14 do 210 dni, chociaż nie ma przeszkód prawnych, aby faktoringiem obejmować wierzytelności o krótszych lub dłuższych terminach płatności[7]. Jak wynika z praktyki, faktorzy najbardziej zainteresowani są fakturami związanymi ze sprzedażą produktów masowych, powtarzalnych, o ustalonym i zaakceptowanym poziomie jakości oraz o dłuższym terminie przydatności do spożycia/zużycia. Z kolei relatywnie rzadko faktorzy decydują się finansować różnego typu usługi (szczególnie z uwagi na możliwość kwestionowania poziomu jakości wykonania), produkty, w przypadku których ryzyko reklamacji lub zwrotów jest duże, oraz produkty wytwarzane jednorazowo, np. na zlecenie jednego odbiorcy.

Faktoring jest swoistą syntezą szeregu cząstkowych działań faktora, zwanych **funkcjami faktoringu**. Wyróżnia się trzy podstawowe funkcje faktoringu: funkcję *del credere*, funkcję finansowania i funkcję usługi.

[7] E. Jonasz, *Faktoring jako jedna z metod finansowania przedsiębiorstw na polskim rynku finansowym*, Promotor, Warszawa 2008, s. 16.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Zakup wierzytelności przez faktora ma charakter bezregresowy. Oznacza to, że jest on zobowiązany do zapłacenia swojemu klientowi w uzgodnionych terminach kwot przejętych wierzytelności, niezależnie od tego, czy odbiorca ureguluje swoje zobowiązania, czy nie. Tę funkcję określa się funkcją *del credere*, zabezpieczenia kredytu lub też gwarancyjną.

Na podstawie zakupu wierzytelności przy przejęciu pełnego ryzyka kredytowego przez faktora klient otrzymuje zawsze całą kwotę należności. Nie partycypuje więc własnymi środkami w stratach wynikających z niewypłacalności nabywcy lub braku zapłaty w terminie. Faktor zastrzega sobie jednak prawo regresu w stosunku do klienta, w przypadkach gdy kwota przejętych wierzytelności ulegnie zmniejszeniu na skutek np. uzasadnionych reklamacji nabywcy towaru i/lub usługi czy zwrotów towaru.

Funkcję *del credere* określa się często zamiennie funkcją ubezpieczenia kredytu. Faktor faktycznie odciąża współpracującą z nim firmę od specyficznych ryzyk wiążących się z procesem udzielania kredytów kupieckich na rzecz nabywców towarów lub usług. Jak jednak łatwo zauważyć, nie jest to określenie zbyt ścisłe. Faktor przejmuje bowiem ryzyko kredytowe przez zakup wierzytelności kredytowych klienta, a nie przez zawarcie odrębnej umowy ubezpieczeniowej.

Bezregresowy zakup przez faktora wierzytelności klienta nie oznacza jeszcze automatycznego dopływu gotówki do faktoranta. Oznacza tylko transformację wielu pojedynczych wierzytelności w jedną wierzytelność wobec faktora. Rozliczenie przedstawionych faktur następuje bowiem w uzgodnionych terminach. Finansowanie podmiotu gospodarczego przez faktora może być dokonywane w dwojaki sposób. W zależności od tego, czy moment zakupu wierzytelności i moment jego ostatecznego rozliczenia różnią się, czy też są zbieżne w czasie, rozróżnia się dwie metody finansowania:

- metodę awansową – faktor finansuje cykl rozliczeniowy transakcji w ramach umowy zawartej z przedsiębiorstwem, stawiając do jego niezwłocznej dyspozycji zaliczkę, obejmującą 50–95% fakturowej wartości zrealizowanej dostawy,
- metodę dyskontową – instytucja faktoringowa nabywa wierzytelności przedsiębiorstwa z terminem natychmiastowym i wypłaca zaliczkę

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

w wysokości 50–95% wartości tych wierzytelności pomniejszoną o prowizję i odsetki[8].

Faktoring związany jest ze świadczeniem usług podstawowych i dodatkowych przez faktora. Do usług podstawowych należą m.in.[9]:

- zarządzanie należnościami – inkasowanie należności objętych umową faktoringową, sprawdzanie terminowości spłat należności, wysyłanie monitów, sporządzanie raportów na temat nierozliczonych należności i zobowiązań,
- zaliczkowanie wierzytelności,
- obsługa administracyjna obejmująca prowadzenie rozliczeń transakcji między faktorantem i dłużnikami, prowadzenie kont rozliczeniowych odbiorców, księgowanie wierzytelności, potwierdzanie sald, wysyłanie wyciągów,
- przedsądowe i sądowe dochodzenie wierzytelności,
- okresowe badanie sytuacji ekonomiczno-finansowej dłużników oraz ich wiarygodności,
- przejęcie ryzyka niewypłacalności dłużnika,
- stały dostęp klienta do internetowego systemu pozwalającego na skuteczne zarządzanie wierzytelnościami.

Do usług dodatkowych należą:

- zbieranie informacji oraz danych mających znaczenie gospodarcze dla faktoranta,
- udzielanie przedsiębiorcy kredytów związanych z umową faktoringu,
- prowadzenie ksiąg handlowych i rozrachunkowych faktoranta,
- świadczenie usług marketingowych,
- opracowywanie planów rozwoju faktoranta itp.

---

[8] G. Golawska-Witkowska, A. Rzeczycka, *Faktoring jako narzędzie zarządzania płynnością przedsiębiorstwa*, Politechnika Gdańska, Wydział Zarządzania i Ekonomii, Gdańsk 2013, s. 41.

[9] D. Korenik, *Fakoring w bankowości. Strategia przyszłości*, CeDeWu, Warszawa 2007, s. 57 oraz K. Kreczmańska-Gigol, *Faktoring w teorii i w praktyce*, Helion, Gliwice 2007, s. 26.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Jak więc widać, współczesna instytucja faktoringowa łączy w sobie funkcje bankiera, instytucji ubezpieczenia kredytów oraz różnego rodzaju firm doradczo-usługowych operujących na rynku finansowym.

Koszt usługi faktoringowej jest uzależniony od kilku czynników. Podstawowym jej elementem jest prowizja i odsetki. Na wysokość prowizji wpływ mają m.in. takie czynniki, jak: wielkość obrotów faktoranta, średnia wartość faktur, liczba dłużników i liczba reklamacji. Oprocentowanie zaś jest ustalane na podstawie podstawowej stopy procentowej, np. WIBOR, powiększonej o dodatkowe punkty procentowe wynikające z szacowanego poziomu ryzyka umowy kredytowej podpisywanej z danym podmiotem gospodarczym. Przedsiębiorstwo może się jednak spotkać z dodatkowymi opłatami, takimi jak: prowizja przygotowawcza, prowizja administracyjna z tytułu wykonywanych czynności dodatkowych oraz prowizja za przejęcie funkcji *del credere*.

8.4. Rodzaje faktoringu

Istnieje wiele rodzajów faktoringu. Bardzo szczegółowy podział faktoringu podaje Jacek Grzywacz – wyróżnia on przede wszystkim faktoring właściwy, niewłaściwy i mieszany[10].

Faktoring właściwy (określany w literaturze również jako faktoring pełny, zupełny, bez regresu, *old line factoring, non recourse factoring, standard factoring*) charakteryzuje się tym, że faktor, po sprawdzeniu sytuacji prawno-majątkowej dłużnika, przejmuje na siebie ryzyko jego niewypłacalności (funkcja *del credere*). W tym przypadku faktor nie ma prawa domagania się od sprzedawcy zwrotu pieniędzy, jeśli kupujący zalega z płatnościami i będzie on we własnym zakresie egzekwował płatności od dłużnika. Zdarza się, że strony ustalają tzw. kwoty najwyższe, czyli limity finansowania, i do takiej sumy faktor przejmuje na siebie ryzyko niewypłacalności. Z powodu podwyższonego poziomu ryzyka faktor często ogranicza zawieranie umów do faktorantów, którzy w dotychczasowej współpracy charakteryzowali się rzetelnością w wywiązywaniu się z zobowiązań finansowych oraz przekazywali niezbędne informacje na swój temat i na temat swoich kontrahentów (dłużników).

[10] J. Grzywacz, *Faktoring*, s. 47–62.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Obok faktoringu właściwego występuje również **faktoring niewłaściwy** (niepełny, niezupełny, z regresem, z prawem do odwołania, bez przejęcia ryzyka, *factoring with recourses*), w którym ryzyko niewypłacalności nie przechodzi na faktora. Mimo zawarcia umowy faktoringowej ciąży ono nadal na sprzedawcy. Faktor ściąga zatem wierzytelność od dłużnika we własnym imieniu, ale na rachunek faktoranta, z równoczesnym jej zaliczeniem na poczet pożyczki, jakiej udzielił mu w związku z realizacją umowy faktoringowej z regresem. Jeżeli dłużnik nie wywiąże się ze swojego zobowiązania, wierzytelność wraca do faktoranta, który z kolei musi zwrócić faktorowi otrzymaną zaliczkę. Ten rodzaj umowy faktoringowej jest korzystny dla faktora, gdyż nie ponosi on odpowiedzialności *del credere*, sam natomiast jest zabezpieczony, ma bowiem możliwość dochodzenia roszczeń zarówno od dłużnika, jak i faktoranta.

Inny rodzaj faktoringu, **faktoring mieszany** (z częściowym regresem, pośredni), łączy w sobie cechy faktoringu właściwego i niewłaściwego. Jego istota polega na tym, że ryzyko niewypłacalności dzielone jest pomiędzy faktora i faktoranta, przy czym strony ustalają w umowie kwoty graniczne (tzw. maksymalne pułapy wierzytelności), do wysokości których faktor przejmuje na siebie ryzyko niewypłacalności dłużników. Pozostała część wierzytelności, przekraczająca określone limity, podlega regułom faktoringu niewłaściwego.

Kolejne rodzaje faktoringu wynikają z przyjętych różnych kryteriów podziału. Analizując sposób otrzymania zapłaty za sprzedaną wierzytelność przez faktoranta, rozróżnia się faktoring:

- **dyskontowy** (przyspieszony, *advance factoring, discount factoring, conventional factoring*) – faktorant przelewa swoją wierzytelność na faktora, ten zaś od razu wypłaca na jego rachunek ekwiwalentną kwotę pieniężną pomniejszoną o prowizję. W praktyce faktorant uzyskuje około 90% sumy wierzytelności bezpośrednio po zrealizowaniu dostawy swoich towarów lub usług;
- **zaliczkowy** (awansowy, pożyczkowy, *collection factoring*) – w chwili zawarcia umowy faktor wypłaca faktorantowi jedynie określoną zaliczkę. Reszta należnej kwoty, pomniejszona o prowizję, wypłacana jest przedsiębiorcy dopiero z chwilą nadejścia terminu wymagalności wierzytelności lub dnia zapłaty tej należności przez dłużnika. Wysokość zaliczki jest zróżnicowana

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

i wynosi z reguły 50–80% wartości wierzytelności. Ten rodzaj faktoringu stosowany jest w przypadku podwyższonego poziomu ryzyka prawidłowej realizacji umowy wynikającego z braku informacji lub niepewnej kondycji finansowej dłużnika;

- **wymagalnościowy** (płatności, *maturity factoring*) – jego cechą charakterystyczną jest świadczenie usługi faktoringowej bez finansowania faktoranta. W chwili zawarcia umowy nie dochodzi do wypłaty ani kwoty pieniężnej, ani zaliczki, ponieważ faktor reguluje należność wobec faktoranta dopiero w terminie wymagalności wierzytelności danego dłużnika. Faktor występuje więc w roli inkasenta wierzytelności. Ten rodzaj faktoringu wybierany jest głównie przez przedsiębiorstwa, których problemem jest nie tyle brak płynności finansowej, co niewywiązywanie się dłużników z terminów spłaty należności. Pozwala on bowiem na sprawowanie lepszego i skuteczniejszego nadzoru nad dłużnikami faktoranta.

Według kryterium informowania dłużnika o przeniesieniu wierzytelności faktoring dzieli się na:

- **otwarty** (jawny, notyfikowany, *open factoring, bulk factoring*) – polega on na tym, że o dojściu do skutku umowy faktoringowej dłużnik zostaje niezwłocznie powiadomiony bądź przez faktoranta, bądź przez faktora. W praktyce stosuje się specjalne nadruki na fakturach przedstawionych dłużnikowi w celu dokonania zapłaty;
- **półotwarty** (półjawny), który charakteryzuje się tym, że dostawca nie zawiadamia swojego dłużnika o zawarciu umowy faktoringowej, nie czyni tego też od razu faktor. Dopiero w momencie wezwania dłużnika przez faktora do zapłaty należności faktor zamieszcza odpowiednią wzmiankę o tej umowie na fakturach;
- **tajny** (niejawny, cichy, zamknięty, *non notification factoring, confidential factoring*), w przypadku którego strony nie zawiadamiają dłużnika o zawarciu umowy faktoringowej. Ten rodzaj faktoringu jest raczej rzadko stosowany w praktyce, ponieważ faktor obawia się, że dłużnik, nieświadomy obowiązującej umowy, będzie przekazywać spłaty bezpośrednio na konto faktoranta. Zdarzają się jednak sytuacje, kiedy aby nie pogorszyć stosunków handlowych między zbywcą i dłużnikiem, w miejsce numeru rachunku bankowego faktoranta umieszcza się na fakturze numer rachunku faktora

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

i dłużnik dokonuje płatności na konto instytucji faktoringowej – są to jednak przypadki wyjątkowe.

Z uwagi na miejsce działalności podmiotów biorących udział w transakcji faktoringowej wyróżnia się:

- **faktoring krajowy** (wewnętrzny, *domestic factoring*), gdy strony umowy mają siedziby w tym samym państwie;
- **faktoring międzynarodowy** (zewnętrzny, *international factoring*), stosowany w obrocie zagranicznym, gdy strony umowy mają siedziby w różnych państwach. Zagadnienia faktoringu międzynarodowego reguluje Konwencja Ottawska. Opiera się on na czterech głównych zasadach: elastycznego finansowania, pełnego ryzyka przejęcia wypłacalności nabywcy, skutecznego inkasa i zarządzania wierzytelnościami. Zabezpiecza on faktoranta przed następującymi rodzajami ryzyk: kursowym, związanym z sytuacją polityczną w kraju nabywcy, wpływu odmiennych kultur na prowadzenie biznesu w kraju nabywcy, ryzykiem związanym z systemem prawnofinansowym, wynikającym z bariery językowej, związanym z sytuacją ekonomiczną w kraju nabywcy oraz z transferem środków pieniężnych[11].

W ramach faktoringu międzynarodowego wykształciły się następujące formy:

- faktoring eksportowy,
- faktoring importowy,
- system dwóch faktorów,
- faktoring typu back-to-back.

W obrotach międzynarodowych występuje faktoring realizowany z udziałem jednego faktora; określa się go mianem faktoringu bezpośredniego (*direct factoring*). **Bezpośredni faktoring eksportowy** (*direct export factoring*) charakteryzuje się tym, że dotyczy wierzytelności w obrocie zagranicznym, a faktor ma siedzibę w kraju eksportera (faktorant i faktor są podmiotami gospodarczymi działającymi w tym samym kraju). Dłużnik jest zaś zagranicznym kontrahentem faktora. W takiej sytuacji problemy mogą występować na linii faktorant – dłużnik lub faktor – dłużnik, ponieważ pojawiają się różnice

[11] M. Tokarski, *Faktoring w małych i średnich przedsiębiorstwach. Forma krótkoterminowego finansowania działalności*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 67–68.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

językowe, kulturowe, różnice przepisów prawnych obowiązujących w kraju dłużnika i w kraju faktoranta/faktora. W związku z tym utrudnione może być dochodzenie należności od dłużnika.

Bezpośredni faktoring importowy (*direct import factoring*) polega na tym, że faktor ma siedzibę w kraju importera (dłużnika). W takim układzie prawdopodobieństwo skutecznego odzyskiwania należności od dłużnika jest wysokie, ale mogą się pojawić problemy wynikające z różnic językowych, kulturowych, zwyczajów biznesowych i przepisów prawnych pomiędzy dłużnikiem a faktorantem oraz faktorem i faktorantem.

W sytuacji gdy pojawia się dwóch faktorów i podpisywane są dwie umowy, mamy do czynienia z **systemem dwóch faktorów** (faktoring dwufazowy, podwójny, *two factors system*). Jest on połączeniem faktoringu eksportowego i importowego. Polega on na tym, że faktor eksportowy (*export factor*) zawierający umowę faktoringową z eksporterem korzysta w kraju importera z usług drugiego faktora, faktora importowego (*import factor*), który jest jego korespondentem (*factoring correspondent*). Do zadań faktora importowego należy badanie wiarygodności i wypłacalności dłużnika oraz inkaso należności[12].

Faktoring typu **back-to-back** łączy system dwóch faktorów z faktoringiem krajowym. Ta forma jest najczęściej stosowana, gdy importer jest filią eksportera.

W praktyce występują również szczególne rodzaje faktoringu. Są nimi:

- **metafaktoring –** występuje w sytuacji, gdy przedsiębiorstwo zainteresowane faktoringiem współpracuje od dłuższego czasu z bankiem, który nie oferuje klientom tego typu usług i z tego powodu nawiązuje kontakty z określoną instytucją faktoringową. Na mocy podpisanej umowy przedsiębiorstwo przelewa wierzytelności na swój bank, a ten następnie zawiera drugą umowę z faktorem. Umowa ta cechuje się tym, że ryzyko wypłacalności dłużnika zostaje rozłożone między bank dostawcy i faktora. Należy jednak zwrócić uwagę na fakt, że koszty korzystania z metafaktoringu będą wyższe niż faktoringu w tradycyjnej formie;
- **faktoring powierniczy**, w którym faktor nie przejmuje ryzyka wypłacalności, a jedynie zarządza wierzytelnościami faktoranta. Oznacza to, że bank

[12] K. Kreczmańska-Gigol, *Faktoring jako jeden z instrumentów…*, s. 47–48.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

dostawcy, na mocy podpisanej umowy faktoringowej, upoważnia faktora do wykonania określonych usług faktoringowych na rzecz tego dostawcy oraz do wykonania czynności, jakich wymaga ściągnięcie należności. W faktoringu powierniczym faktor pełni jedynie funkcję usługową;

- **faktoring zmodyfikowany** (masowy), który charakteryzuje się tym, że faktor nie wykonuje dodatkowych czynności oferowanych zazwyczaj w faktoringu tradycyjnym, ponieważ dzięki stosowaniu metod elektronicznego opracowywania danych faktorant może realizować je sam. Jednakże faktor zastrzega sobie w umowie możliwość nadzoru nad prawidłowością wykonywania tych czynności. Zaletą tego rodzaju faktoringu jest jego niższy koszt, ponieważ faktor koncentruje się na przejęciu ryzyka i ściąganiu wierzytelności;
- **honorarium faktoring** – rodzaj faktoringu zaliczkowego, którego przedmiotem są honoraria lekarzy, architektów, notariuszy i adwokatów. W tym przypadku funkcje faktora ograniczają się do czynności inkasowych i nie występują tu usługi dodatkowe;
- **faktoring leasingowy**, który pozwala bardziej racjonalnie wykorzystywać źródła finansowania podczas prowadzenia działalności leasingowej. Polega on na wycofywaniu środków zamrożonych w należnościach leasingowych i wykorzystywaniu ich w finansowaniu kolejnych transakcji leasingowych;
- **refaktoring** – czyli nabywanie przez refaktora, na podstawie umowy o stałą współpracę, wierzytelności handlowych i usług dodatkowych oferowanych przez innego faktora. Zyskiem dla faktora jest różnica pomiędzy ceną skupu a ceną sprzedaży wierzytelności.

8.5. Faktoring w prawie polskim

Wobec braku normatywnej regulacji umowy faktoringu klasyfikowana jest ona jako umowa nienazwana. O wykładni umowy nienazwanej decyduje cel, w jakim została zawarta. Istotą faktoringu jest dostarczenie faktorantowi środków pieniężnych na finansowanie bieżącej działalności jeszcze przed terminem wymagalności wierzytelności faktoringowej.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Umowa faktoringu jest czynnością handlową. Pojęcie to nie zostało zdefiniowane przez ustawodawcę. W doktrynie wskazuje się, że czynnościami handlowymi są wszystkie czynności sądowe i pozasądowe, których treść obejmuje prawa i obowiązki podmiotów, z których co najmniej jeden jest przedsiębiorcą i dokonuje tych czynności w ramach prowadzonej działalności gospodarczej. Umowa faktoringu jest umową dwustronnie zobowiązującą, a także umową konsensualną, ponieważ dochodzi do skutku w wyniku złożenia przez strony zgodnych oświadczeń woli, nie zaś przez wydanie jej przedmiotu. Co więcej, ma charakter odpłatny. W zamian za scedowaną wierzytelność faktorant otrzymuje cenę pomniejszoną o wynagrodzenie należne faktorowi[13].

Z uwagi na fakt, że faktoring jest umową nienazwaną kontrahenci, w celu zabezpieczenia wzajemnych interesów, powinni w każdej umowie faktoringu dokładnie określić istotne dla nich postanowienia oraz zdefiniować prawa i obowiązki obu stron.

Analizując treść zawieranych umów faktoringowych, można pokusić się o stworzenie pewnego katalogu najistotniejszych elementów tej umowy. Zasadniczo treść umowy faktoringowej dzieli się na dwie podstawowe części. Pierwsza zawsze obejmuje postanowienia ogólne, druga – szczegółowe, specyficzne dla danej umowy.

W części ogólnej strony powinny wskazać umowę (umowy) zawartą między dostawcą czy wytwórcą a jego dłużnikiem, z której wierzytelności pieniężne mają być przelane na faktora. Wskazanie powinno obejmować dokładnie określenie stron umowy podstawowej, daty zawarcia tej umowy, jej przedmiotu oraz uzgodnień terminów płatności. Ponadto należy wskazać wysokość kwot pieniężnych (lub poziom zaliczki w ujęciu procentowym), jakie faktor zobowiązany jest przekazać wierzycielowi za przelane wierzytelności. Towarzyszyć temu musi określenie terminów, w których ma nastąpić zapłata tych kwot.

Już w części ogólnej umowy faktoringowej strony muszą ustalić, jakiego rodzaju umowę zmierzają zawrzeć, ponieważ wpływa to na zakres odpowiedzialności faktora za zapłatę należności przez dłużnika. Jak dotąd

[13] A. Supińska, *Umowa faktoringu* [w:] *Faktoring, Almanach Polskiego Związku Faktorów*, red. T. Biernat, Polski Związek Faktorów, Warszawa 2016, s. 127–128.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

w polskiej praktyce dominuje faktoring niewłaściwy. W takim razie warto w miarę możliwości dokładnie określić, kto ponosi ryzyko wypłacalności dłużnika, gdyż ma to podstawowe znaczenie ekonomiczne w danej transakcji faktoringowej.

W części ogólnej umowy faktoringowej powinno się również sprecyzować wynagrodzenie należne faktorowi (prowizja faktoringowa). Może być ono wyrażone w stopie procentowej, określającej stosunek do wierzytelności będącej przedmiotem faktoringu. Przy określeniu wynagrodzenia faktoringowego bierze się pod uwagę przede wszystkim wielkość wierzytelności będącej przedmiotem umowy, solidność dłużnika i jego stan prawnofinansowy oraz długość okresu finansowania (do dnia dokonania zapłaty przez dłużnika). Znaczenie mają również sposób spełnienia świadczeń przez dłużnika, istnienie stosownych zabezpieczeń przejmowanych przez faktora wierzytelności, ilość faktur w miesiącu, a nawet charakter i postać towarów czy usług objętych umowami, z których wierzytelności ulegają przeniesieniu.

Ponadto w części ogólnej sprecyzowany powinien być limit odnawialny, dotyczący całego okresu finansowania, jako maksymalna kwota, do jakiej przedsiębiorstwo może zadłużyć się u faktora z tytułu umowy faktoringowej, oraz limit koncentracji należności dla umowy, odnoszący się do kwoty stawianej do dyspozycji wobec określonego dłużnika.

Niezbędnym elementem jest ustalenie prawnego zabezpieczenia umowy faktoringowej. Zwyczajowo stosuje się weksel własny in blanco wraz z deklaracją wekslową oraz cesję należności na rachunku bankowym faktoranta.

Treść umowy faktoringowej może wykraczać poza przeniesienie samych wierzytelności pieniężnych z dostawcy na faktora. Strony mogą bowiem wprowadzić do niej dodatkowe prawa i obowiązki. Zazwyczaj dotyczą one dodatkowych obowiązków faktora, takich jak: prowadzenie ksiąg handlowych, prowadzenie reklamy towarów lub usług, czynności doradcze, prawne lub marketingowe. Dokładne określenie tych obowiązków oraz wynagrodzenie za nie powinno także znaleźć się w części ogólnej każdej umowy faktoringowej. Pozwala to zapobiec ewentualnym sporom co do zakresu czy charakteru tych obrotów.

Poza częścią ogólną umowy faktoringowej znajdują się postanowienia szczegółowe, jak np. zastrzeżone przez faktora uprawnienia do:

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

- kontrolowania przebiegu zawierania i wykonywania przez dostawców umów, z których wierzytelności mają ulec transferowi,
- uzgadniania z faktorem treści wszelkich zmian umów zawieranych między dostawcami a jego partnerami,
- porozumiewania się z faktorem co do zamierzeń dokonania kompensacji wzajemnych wierzytelności między dostawcą a dłużnikiem,
- sprawdzenia prawdziwości dokumentów dotyczących umów dochodzących do skutku między dostawcą a jego kontrahentem.

W niektórych umowach zastrzegane bywa nawet na rzecz faktora prawo żądania wstrzymania sprzedaży lub dostawy w razie niewywiązania się przez danego dłużnika z obowiązku płacenia za dostarczony już towar czy wykonaną usługę.

Postanowienia szczegółowe mogą również wskazywać specyficzne obowiązki dostawcy. Polegają one głównie na:

- zawiadomieniu dłużnika o zawarciu umowy faktoringowej i o obowiązku spełnienia świadczeń na rzecz faktora,
- przedstawieniu faktorowi pełnych zestawień uwierzytelnionych dokumentów dotyczących przenoszenia wierzytelności (do faktury sprzedaży najczęściej dołączane są dokumenty magazynowe i/lub transportowe),
- informowaniu faktora o opóźnieniach w spełnianiu przez dłużnika świadczeń na rzecz innych wierzycieli.

W praktyce gospodarczej stosuje się ponadto specjalne klauzule modyfikujące odpowiednio umowę faktoringową. Najczęściej stosowana jest klauzula wyłączności, w której strony zamieszczają postanowienie, że dostawca będzie zawierał umowy faktoringowe jedynie z określonym faktorem oraz że faktoringiem będą objęte wszystkie wierzytelności, tak bieżące, jak i przyszłe, powstające w wyniku realizowania transakcji towarowych i usługowych w okresie objętym umową. Takie rozwiązanie daje faktorowi gwarancję, że wszystkie wierzytelności pochodzące z danych umów będą przenoszone tylko na niego, co pozwoli mu rozłożyć ryzyko, uzyskać określone przychody, a ponadto przeciwdziała praktyce przenoszenia na faktora jedynie wierzytelności w stosunku do dłużników opornych i o wątpliwej zdolności płatniczej. Klauzula wyłączności bywa często połączona z sankcją cywilnoprawną na wypadek jej naruszenia. Zazwyczaj przewiduje się, że faktor będzie

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

miał prawo wypowiedzieć umowę w razie niezastosowania się dostawcy do postanowień tej klauzuli.

W warunkach szczegółowych znajdują się również zapisy precyzujące poniższe kwestie:

- minimalna wartość pojedynczej faktury akceptowana przez faktora,
- określenie sposobu przekazywania zaliczek na konto faktoranta,
- warunki wypowiedzenia umowy przez każdą ze stron,
- zasady dokonywania zmian poszczególnych postanowień zawartych w umowie,
- tryb rozstrzygania sporów wynikłych w trakcie realizacji umowy[14].

Wprawdzie treść podpisywanych umów jest rezultatem negocjacji pomiędzy stronami, to jednak o formie i meritum umowy decyduje faktor. Faktorant może jedynie negocjować warunki i próbować wpływać na zapisy szczegółowe w umowie.

Charakterystyczną cechą umowy jest jej ciągły charakter, tzn. zawierana jest na pewien, zazwyczaj dość długi okres. Zatem jej przedmiotem nie są pojedyncze transakcje, a tym bardziej już istniejące, trudne do ściągnięcia, należności. W umowie tej klient przenosi w formie cesji generalnej prawa ze swoich, powstałych w ciągu określonego czasu, wierzytelności (przyszłych oraz już powstałych, ale których termin zapłaty jeszcze nie nadszedł) na faktora, po czym informuje o tym fakcie swoich odbiorców. Na wystawionych później fakturach wskazywać będzie faktora jako osobę, której należy uiścić określoną kwotę w terminie jej płatności.

Przed podpisaniem umowy potencjalny faktorant wypełnia **wniosek faktoringowy**, który jest szczegółowo analizowany zwłaszcza pod kątem:

- celu wykorzystania instytucji faktoringu (wykorzystanie relatywnie szybko windykowanych środków pieniężnych, strategie faktoranta dotyczące minimalizowania ryzyka faktora, zasadność angażowania faktora do finansowania danej dziedziny,
- oceny działalności faktoranta i dłużnika (przedmiot i zakres działalności, transformacje własnościowe i organizacyjne),
- współpracy faktoranta z dłużnikami (przedmiot, poziom i czas-okres współpracy, wielkość obrotów i ich zmiany w poszczególnych

[14] Por. J. Grzywacz, *Faktoring*, s. 126.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

okresach działalności, zasady współpracy, w tym terminowość spłat zobowiązań),
- standingu finansowego faktoranta i dłużników,
- luki finansowej faktoranta w przypadku natychmiastowej wymagalności zobowiązań[15].

8.6. Porównanie faktoringu i kredytu bankowego

Z faktoringu korzystają również te przedsiębiorstwa, które z różnych przyczyn nie mogą lub nie chcą ubiegać się o kredyt w banku. Warto więc w tym miejscu przedstawić najważniejsze różnice pomiędzy faktoringiem a kredytem (tab. 8.1).

Tabela 8.1. Porównanie faktoringu z kredytem bankowym

Kredyt bankowy	Faktoring
Przeznaczony dla przedsiębiorstw o dobrym standingu finansowym, które posiadają majątek gwarantujący w opinii banku wystarczające zabezpieczenie; bank stosuje różne rodzaje zabezpieczeń osobistych i rzeczowych	Przeznaczony jest w szczególności dla małych i średnich przedsiębiorstw, które w wielu przypadkach nie mogą uzyskać kredytu; zabezpieczeniem jest sama wierzytelność oraz wypłacalność dłużnika; ponadto zabezpieczeniem umowy faktoringu jest weksel własny wraz z deklaracją wekslową oraz cesja należności na rachunek bankowy faktoranta
Kredyt jest udzielany na określony czas i jest spłacany w ratach, co powoduje dodatkowe zapotrzebowanie na środki pieniężne, niezbędne do spłacenia kolejnej raty	Przedsiębiorca sam decyduje o momencie przedstawienia wierzytelności do wykupu, a termin otrzymania środków pieniężnych reguluje umowa faktoringowa
Podwyższa wartość pasywów w bilansie przedsiębiorstwa (pozycja „Zewnętrzne źródła finansowania"), co może być postrzegane przez kontrahentów i inne instytucje jako zjawisko niepokojące, ze względu na przewagę środków obcych	Zastosowanie faktoringu poprawia wskaźnik płynności oraz skraca cykl ściągania należności dzięki przedterminowemu wpływowi należności (zwiększenie samofinansowania przedsiębiorstwa); wpływa zatem korzystnie na relację kapitałów własnych do obcych

[15] L. Lewandowska, *Niekonwencjonalne formy finansowania przedsiębiorczości*, ODDK, Gdańsk 2000, s. 94–95.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Kredyt bankowy	Faktoring
Koszt odsetek karnych za opóźnienia w spłatach kolejnych rat w całości obciąża kredytobiorcę	Odsetkami za zwłokę obciążani mogą być odbiorcy (dłużnicy)
Nie eliminuje ryzyka nieterminowego wywiązywania się dłużnika z przyjętego zobowiązania; istnieje zatem realne ryzyko opóźnień w spływaniu należności	Faktoring właściwy pozwala na pozbycie się ryzyka związanego ze spływaniem należności, umożliwia planowanie działalności operacyjnej dzięki otrzymanym środkom obrotowym w terminach określonych umową
Podjęcie przez bank decyzji o udzieleniu kredytu wiąże się najczęściej ze sformalizowaną procedurą oceny wiarygodności kredytowej przedsiębiorstwa	Procedura podpisania umowy faktoringu jest często bardziej uproszczona zarówno z punktu widzenia formalnego, jak i czasu jej przygotowania
Niebezpieczeństwo pogorszenia w przedsiębiorstwie relacji kapitałów obcych do własnych ogranicza możliwości zaciągania kolejnych kredytów	Przedsiębiorstwo może finansować wzrastające potrzeby na środki obrotowe; korzystanie z faktoringu nie wyklucza także możliwości uzyskania w banku kredytu

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: E. Jonasz, *Faktoring jako jedna z metod finansowania przedsiębiorstw na polskim rynku finansowym*, Promotor, Warszawa 2008, s. 44–45.

Faktoring jest instrumentem, który pozwala pogodzić interesy obu stron kontraktu handlowego. Nabywca (np. importer) przekazuje zapłatę po dostawie, a sprzedawca (np. eksporter), korzystając z usług faktora, rozwiązuje problemy związane z udzielaniem kredytu kupieckiego. Faktoring stosuje się przede wszystkim wtedy, gdy dostawca oraz odbiorca ustalają, że płatność zostanie uregulowana w rachunku otwartym. Dzięki faktoringowi eksporter zwiększa swą konkurencyjność na rynkach międzynarodowych, gdyż nie musi wymagać od importera otwarcia akredytywy dokumentowej. Faktoring może być również alternatywą dla eksportera, który nie chce stosować niezbyt korzystnej dla siebie formy płatności, jaką jest inkaso dokumentowe lub gotówkowe[16].

[16] Zob. szerzej: I. Sobol, *Faktoring międzynarodowy*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 39–42.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

ROZDZIAŁ 9

POŻYCZKI Z SEKTORA POZABANKOWEGO I ŚRODKI POMOCOWE JAKO ŹRÓDŁO FINANSOWANIA DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ MNIEJSZYCH PRZEDSIĘBIORSTW

9.1. Pożyczki od rodziny na działalność gospodarczą

Największe problemy z dostępem do kapitału mają osoby rozpoczynające działalność gospodarczą, przedsiębiorcy z krótkim stażem w prowadzeniu firmy, bez historii kredytowej oraz te podmioty, które przedsiębiorstwo prowadzą długo, ale nie spełniają restrykcyjnych warunków wymaganych przez banki w celu uzyskania kredytu „na firmę". Przeszkodą w otrzymaniu kredytu są takie czynniki, jak: skomplikowane procedury udzielania kredytów, brak możliwości udokumentowania osiąganych dochodów, wyłączenia branżowe i podmiotowe banków przy udzielaniu kredytów, brak akceptacji przez banki wyższego poziomu ryzyka, wysoki poziom prawnych zabezpieczeń kredytu, wysokie koszty kredytu itp. W takiej sytuacji firmy często ratują się pożyczką pieniężną od rodziny lub znajomych, ale ze względu na nieduże kwoty pozwalają one sfinansować jedynie bieżące potrzeby mikrofirm.

Pożyczki od rodziny bądź przyjaciół charakteryzują się brakiem jakichkolwiek formalności, praktycznie zerowym kosztem pozyskania środków,

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

możliwością elastycznego spłacania pożyczki w miarę generowania zysków przez firmę, a w razie komplikacji ze zwrotem środków łatwo można renegocjować sposób i termin spłaty pożyczki. Często są one umarzane przez przekształcenie ich w darowiznę[1].

Z pożyczką rodzinną wiążą się pewne obowiązki podatkowe. Generalnie umowa pożyczki wiąże się z koniecznością zapłaty 2% podatku od czynności cywilnoprawnych (liczonych od kwoty pożyczonych pieniędzy). Istnieje jednak wiele możliwości uniknięcia lub obniżenia tego podatku. Zgodnie z obowiązującymi przepisami zwolnione z tego podatku są pożyczki w formie pieniężnej w wysokości nieprzekraczającej kwoty 9637 zł (od jednej osoby w okresie 5 lat), udzielane przez osoby zaliczane do I grupy podatkowej, a więc przez małżonków, zstępnych, wstępnych, pasierba, zięcia, synową, rodzeństwo, ojczyma, macochę i przez teściów.

Dodatkowo istnieje możliwość, by pożyczka udzielona przez małżonków, zstępnych, wstępnych, pasierba, rodzeństwo, ojczyma, macochę nie była w ogóle opodatkowana, niezależnie od wysokości uzyskanej pożyczki. Dla skorzystania z nielimitowanej wartości konieczne jest:

- złożenie deklaracji w sprawie podatku od czynności cywilnoprawnych właściwemu organowi podatkowemu w terminie 14 dni od daty dokonania czynności,
- udokumentowanie otrzymania przez biorącego pożyczkę pieniędzy na rachunek bankowy albo jego rachunek prowadzony przez spółdzielczą kasę oszczędnościowo-kredytową lub przekazem pocztowym[2].

W przypadku przekroczenia limitu pożyczki w wysokości 9637 zł od jednej osoby w ciągu 5 lat i niezgłoszenia tego faktu do urzędu skarbowego przedsiębiorca będzie zmuszony po wykryciu tego faktu w trakcie kontroli skarbowej do zapłacenia 20% podatku od czynności cywilnoprawnych.

---

1 *Mikroprzedsiębiorstwa, sytuacja ekonomiczna, finansowanie, właściciele*, red. E. Balcerowicz, CASE, Warszawa 2002, s. 156.

2 Ustawa z dnia 9 września 2000 r. o podatku od czynności cywilnoprawnych (tekst jedn. Dz. U. z 2017 r., poz. 1150).

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

9.2. Jednorazowe środki na rozpoczęcie działalności gospodarczej

Osoba planująca rozpocząć działalność gospodarczą może ubiegać się o bezzwrotną dotację na rozpoczęcie działalności gospodarczej z Funduszu Pracy lub z jednego z programów, które pozyskał właściwy dla miejsca ich zamieszkania powiatowy urząd pracy. Jednakże musi ona spełnić następujące warunki:

- posiadać od co najmniej trzech miesięcy status osoby bezrobotnej, zarejestrowanej w powiatowym urzędzie pracy,
- nie może być studentem studiów dziennych.
- nie może posiadać na swoim koncie innej działalności gospodarczej w okresie 12 miesięcy przed złożeniem wniosku,
- nie może być osobą, które w okresie 12 miesięcy przed złożeniem wniosku bez uzasadnienia odmówiła przyjęcia propozycji zatrudnienia, przygotowania zawodowego lub stażu.

Procedura uzyskania dotacji, która rozpoczyna się w momencie złożenia wniosku, trwa od miesiąca do kilku miesięcy. Po pozytywnym rozpatrzeniu wniosku trzeba czekać kolejny tydzień na podpisanie umowy między osobą bezrobotną składającą wniosek a danym urzędem pracy oraz poręczycielami, którzy zabezpieczają ewentualny zwrot kwoty dotacji w razie niedotrzymania przez wnioskującego umowy. Po podpisaniu tej umowy przez strony pieniądze w ciągu kilku dni przelewane są na konto osoby ubiegającej się o dotację.

Dotacje z urzędu pracy wahają się od cztero- do sześciokrotności przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw. Zależy to od kwot, jakie urzędy pracy otrzymały na ten cel. Zazwyczaj urzędy pracy nie wymagają wkładu własnego, ale dobrze jest posiadać pewne środki własne (np. komputer), ponieważ zwiększa to szansę na uzyskanie dotacji. Podobnie jest z biznesplanem, który pozwala urzędnikom lepiej zrozumieć koncepcję przedsiębiorcy, a jemu pomaga w systematycznym rozwoju firmy, wskazując krok po kroku, co należy robić. Środki z dotacji mogą być przeznaczone na zakup maszyn, urządzeń i innego sprzętu niezbędnego do rozpoczęcia pierwszej działalności gospodarczej (np. komputery, biurka, oprogramowanie

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

itp.). Można je także przeznaczyć na sfinansowanie remontu lub dostosowania pomieszczeń, niezbędnych do prowadzenia określonej działalności gospodarczej. Z reguły problemem jest zakup samochodu, który trzeba szczególnie uzasadnić.

Osoba korzystająca ze wsparcia finansowego z Funduszu Pracy na rozpoczęcie działalności gospodarczej jest zobowiązana do nieprzerwanego prowadzenia przedsiębiorstwa przez okres 12 miesięcy. W razie zakończenia prowadzenia działalności przed upływem 12 miesięcy przedsiębiorca zobowiązany jest do dokonania zwrotu uzyskanej pomocy (wraz z odsetkami).

Od 2017 r. rolnik, jego małżonka lub członek rodziny może starać się o 100 tys. zł na rozpoczęcie działalności pozarolniczej, np. na świadczenie usług transportowych, gastronomicznych czy handel hurtowy i detaliczny. Za pieniądze z dotacji można też postawić budynki, zmodernizować istniejące, kupić maszyny i inne urządzenia, sprzęt komputerowy i oprogramowanie. Pieniądze pochodzą z poddziałania „Pomoc na rozpoczęcie pozarolniczej działalności gospodarczej na obszarach wiejskich" w ramach Programu Rozwoju Obszarów Wiejskich na lata 2014–2020. Pomoc może być przyznana, pod warunkiem że tzw. wielkość ekonomiczna gospodarstwa (czyli wyrażona w euro roczna produkcja gospodarstwa) nie przekracza 15 tys. euro. Wsparcie może otrzymać też osoba, która na trwale przekaże swoje gospodarstwo innemu rolnikowi. Kolejnym warunkiem otrzymania wsparcia jest podjęcie działalności gospodarczej w miejscowościach należących do: gminy wiejskiej, gminy miejsko-wiejskiej, z wyłączeniem miast liczących powyżej 5 tys. mieszkańców, lub gminy miejskiej, z wyłączeniem miejscowości liczących powyżej 5 tys. mieszkańców.

Podobny program był realizowany w ramach poprzedniego PROW na lata 2007–2013; wsparcie dla rolników wynosiło wtedy również do 100 tys. zł. Powstało dzięki temu około 38 tys. nowych miejsc pracy na wsi, najwięcej w usługach dla gospodarstw rolnych i ludności. Były to zakłady fryzjerskie, warsztaty samochodowe, sklepy, usługi geodezyjne, pensjonaty.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

9.3. Fundusze pożyczkowe

Odpowiedzią na ograniczone możliwości finansowania mikro- i małych firm ze źródeł wewnętrznych i trudności w uzyskiwaniu kredytów bankowych są pożyczki z instytucji mikrofinansowych, jakimi są fundusze pożyczkowe. Dzięki udzielanym pożyczkom dla osób rozpoczynających i prowadzących już działalność gospodarczą oraz świadczeniu usług szkoleniowych i doradczych dla przedsiębiorców istotnie przyczyniają się do rozwoju drobnego biznesu.

W Polsce pierwsze mikrofundusze powstały na przełomie 1993 i 1994 roku w oparciu o zagraniczną pomoc finansową i konsultingową. Ważne znaczenie miały środki pochodzące ze szwajcarskiego programu pomocowego TOR#10, środki pomocowe z Kanady (np. Kanadyjsko-Polska Fundacja Przedsiębiorczości) oraz z USA (np. Fundusz Mikro założony w 1994 r. przez Polsko-Amerykański Fundusz Przedsiębiorczości z kapitałem 20 mln USD). Ich utworzenie wynikało przede wszystkim z chęci zapewnienia alternatywnych źródeł finansowania dla przedsiębiorców, którzy z różnych powodów nie korzystają z kredytów bankowych. Fundusze pożyczkowe, ze względu na charakter działalności oraz spełnianą misję, nie są nastawione na maksymalizację zysków, co nie narusza zasady racjonalnego i efektywnego gospodarowania posiadanymi środkami. Stwarzając dodatkowe źródło finansowania mikroprzedsiębiorstw, ograniczają one skalę wykluczenia finansowego i przyczyniają się do zmniejszenia dysproporcji rozwojowych w ujęciu lokalnym i regionalnym.

Dynamiczny rozwój funduszy pożyczkowych w Polsce nastąpił po przystąpieniu do Unii Europejskiej w wyniku znacznego dokapitalizowania ich działalności ze środków pochodzących z funduszy unijnych. Obecnie instytucje te są jedną z podstawowych grup pośredników finansowych, które koncentrują się na efektywnej alokacji kapitałów finansowych z programów Unii Europejskiej i dostarczają je do przedsiębiorców poszukujących dodatkowych źródeł finansowania prowadzonej działalności. Pod koniec 2015 r. w Polsce działalność operacyjną prowadziło 87 funduszy pożyczkowych, które dysponowały łącznym kapitałem pożyczkowym w wysokości 2,7 mld zł. Kapitał pożyczkowy to suma środków pieniężnych, utrzymywanych na

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

bieżących i terminowych rachunkach bankowych w bezpiecznych papierach wartościowych, które są przeznaczone na działalność pożyczkową. Ponadto obejmuje on należności od pożyczkobiorców z tytułu niespłaconych jeszcze pożyczek. W 2015 r. fundusze pożyczkowe udzieliły 8722 pożyczek, o łącznej wartości 878 mln zł, a średnia wielkość pożyczki wynosiła około 100 tys. zł.

Fundusze pożyczkowe istnieją we wszystkich województwach. Są one zróżnicowane pod względem formy prawnej, wielkości i zakresu prowadzonej działalności. Do największych funduszy pod względem wielości kapitału pożyczkowego na koniec 2015 r. należały:

- Polska Fundacja Przedsiębiorczości w Szczecinie (308 mln zł),
- Wielkopolska Fundacja Rozwoju Przedsiębiorczości Sp. z o. o. w Poznaniu (169 mln zł),
- Fundacja Rozwoju Śląska w Opolu (128 mln zł),
- Lubelska Fundacja Rozwoju w Lublinie (121 mln zł),
- Pomorski Fundusz Pożyczkowy Sp. z o.o. w Gdańsku (109 mln zł)[3].

Większość funduszy pożyczkowych wiąże udzielanie pożyczek ze szkoleniami biznesowymi i doradztwem ekonomicznym. Ich oferta skierowana jest do niedużych firm, także działających na rynku dopiero od kilku miesięcy. Finansują głównie przedsięwzięcia, które nie leżą w kręgu zainteresowań banków, udzielając pożyczek krótko- i średniookresowych. Działają one w obszarze wysokiego ryzyka. Oferowane pożyczki ze względu na niewysokie koszty, proste procedury oraz elastyczne dostosowanie terminu płatności odsetek i rat kapitałowych do możliwości płatniczych pożyczkobiorcy są atrakcyjne dla pożyczkodawców.

Fundusze udzielają pożyczek beneficjentom, którzy spełniają następujące warunki:

- cel pożyczki jest zgodny z ustaleniami regulaminu danego funduszu,
- w ocenie funduszu posiadają zdolność do spłaty pożyczki wraz z odsetkami w ustalonym terminie,
- dysponują własnym wkładem w finansowanym projekcie,

[3] *Rynek Funduszy Pożyczkowych w Polsce. Raport 2015*, Polski Związek Funduszy Pożyczkowych, Warszawa 2016, s. 80–83.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

- są w stanie przedstawić wymagane zabezpieczenia prawne spłaty pożyczki,
- podpiszą stosowną umowę pożyczkową.

Środki z pożyczki mogą być przeznaczone na cele ujęte w regulaminie funduszu:

- zakup środków obrotowych do produkcji,
- zakup bądź remont maszyn i środków transportu,
- zakup nowych technologii,
- zakup lub budowa nieruchomości[4].

9.4. Środki unijne dla polskich przedsiębiorstw w latach 2014–2020

Polscy przedsiębiorcy, obok samorządów terytorialnych, są w latach 2014–2020 największymi beneficjentami funduszy unijnych. W sumie na rozwój przedsiębiorstw w najbliższych latach zostanie przeznaczonych 20 mld euro[5]. Największe wsparcie otrzymają przedsiębiorcy z sektora MŚP. Dotacje dla nich zostały przewidziane w programach regionalnych poszczególnych województw (RPO) i kilku krajowych programach. Znaczne środki pochodzić będą z Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój, Programu Operacyjnego Wiedza Edukacja Rozwój i Programu Operacyjnego Polska Wschodnia. Największe szanse na dotacje mają inwestycje realizowane w następujących obszarach: prowadzenie prac badawczych i rozwojowych, wdrażanie innowacji, rozwój działalności firmy, informatyzacja, ekologiczne rozwiązania oraz działalność za granicą. Ponadto przedsiębiorcy mogą liczyć na wsparcie przy opatentowaniu nowego rozwiązania, wprowadzeniu firmy na giełdę oraz skorzystaniu z usług instytucji doradczych. Przewidziane są środki unijne na poprawę otoczenia dla firm i system wsparcia innowacji. Firmy korzystają też jako wykonawcy inwestycji, które przeprowadzają inne podmioty, np. samorządy czy Generalna Dyrekcja Dróg Krajowych i Autostrad.

---

[4] R. Pawlicki, *Strategia finansowa dla Polski. Fundusze unijne dla przedsiębiorczych*, Difin, Warszawa 2014, s. 207–208.

[5] *Fundusze europejskie w Polsce*, „Biuletyn Informacyjny" 2016, nr 40, s. 3.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Należy podkreślić, że fundusze europejskie dobrze wpisują się w realizację rządowego Planu na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju.

9.4.1. Program Operacyjny Inteligentny Rozwój

Program Operacyjny Inteligentny Rozwój (PO IR) jest programem jednofunduszowym, finansowanym w całości ze środków Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego. To determinuje jego inwestycyjny charakter. Dziedziny oraz rodzaje projektów wspieranych z niego w latach 2014–2020 zostały określone w samym programie oraz szczegółowym opisie jego priorytetów. Środki programu, czyli ponad 8,5 mld euro, są przeznaczone do przedsiębiorców, zarówno małych i średnich, jak i dużych firm i start-upów oraz jednostek naukowych, szkół wyższych oraz instytucji wspierających prowadzenie działalności gospodarczej. Projekty finansowane w ramach PO IR możemy podzielić na dwie grupy:

- projekty, które przyczyniają się przede wszystkim do rozwoju realizujących je podmiotów. Dotyczy to na przykład przedsiębiorstw, które poprzez inwestycje, opracowanie i wdrożenie innowacyjnych produktów lub usług, współpracę z jednostkami badawczo-rozwojowymi zdobywają nowe rynki i ulepszają swoje produkty;
- projekty, których realizatorzy pełnią jedynie funkcję wykonawcy lub pośrednika w dostarczaniu konkretnych rozwiązań dla wybranych grup adresatów. Przykładem mogą być projekty realizowane przez Instytucje Otoczenia Biznesu (IBO) świadczące bezpłatne lub częściowo dofinansowane usługi doradcze czy podmioty wdrażające instrumenty finansowe udzielający wsparcia w formie pożyczek, poręczeń bądź też wejść kapitałowych.

Do realizacji projektów służą następujące instrumenty finansowe:

- wsparcie w zakresie tworzenia przedsiębiorstw na bazie innowacyjnych pomysłów (tzw. preinkubacja),
- zasilenie kapitałowe nowo powstałych firm, inwestycje w innowacyjne przedsiębiorstwa z wykorzystaniem funduszy *venture capital*, m.in. w celu komercjalizacji wyników prac B+R, inwestycje w innowacyjne

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

przedsiębiorstwa przy użyciu mechanizmów finansowania syndykatowego (grupowego) przez aniołów biznesu,
- inwestycje w innowacyjne przedsiębiorstwa z wykorzystaniem funduszy *venture capital*, m.in. w celu komercjalizacji wyników prac badawczo-rozwojowych,
- wsparcie przedsiębiorstw poprzez instrument pożyczkowy w celu uzupełnienia wsparcia udziałowego udzielanego innowacyjnym start-upom.

Uzupełnieniem ww. instrumentów finansowych jest wsparcie w postaci dotacji dla przedsiębiorstw poszukujących źródeł finansowania innowacyjnych przedsięwzięć wśród inwestorów branżowych lub na rynku kapitałowym (na Giełdzie Papierów Wartościowych, rynku NewConnect oraz Catalyst). Wsparcie w tym zakresie będzie polegało na finansowaniu usług doradczych oraz analiz rynkowych.

9.4.2. Program Operacyjny Wiedza Edukacja Rozwój

Program Operacyjny Wiedza Edukacja Rozwój (PO WER) jest następcą realizowanego w latach 2014–2020 Programu Operacyjnego Kapitał Ludzki. Jego budżet wynosi 4,4 mld euro i jest finansowany z Europejskiego Funduszu Społecznego. Program ukierunkowany jest na wspieranie czterech obszarów:
- zatrudnienia i mobilności pracowników,
- włączenia społecznego i walki z ubóstwem,
- inwestowania w edukację, umiejętności i uczenie się przez całe życie,
- wzmocnienia sprawności i efektywności państwa.

Duży nacisk w PO WER kładzie się na wsparcie dla osób młodych w wieku 15–24 lat poszukujących możliwości zatrudnienia. Na ten cel dostępne są też środki z „Inicjatywy na rzecz zatrudnienia osób młodych". Przedsiębiorcy nie są bezpośrednimi beneficjentami PO WER, ale jego pozytywne skutki będą odczuwali właśnie oni, m.in. poprzez lepiej wykwalifikowaną, bardziej mobilną i lepiej dostosowaną do potrzeb rynku pracy siłę roboczą.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

9.4.3. Program Operacyjny Polska Wschodnia (PO PW)

Program Operacyjny Polska Wschodnia (PO PW), na realizację którego przewidziano ponad 2 mld euro, stanowi kontynuację pomocy unijnej dla najsłabiej rozwiniętych polskich województw, tj. województwa lubelskiego, podlaskiego, podkarpackiego, świętokrzyskiego i warmińsko-mazurskiego. Głównym jego celem jest wzrost konkurencyjności i innowacyjności Polski Wschodniej. Program Operacyjny Polska Wschodnia wspiera powstawanie i rozwój start-upów, międzynarodową działalność małych i średnich przedsiębiorstw, tworzenie innowacyjnych produktów lub usług oraz umiejętne zarządzanie wzornictwem w firmie. Fundusze programu przeznaczone są także na inwestycje w komunikację miejską, drogi i kolej. Dziedziny oraz rodzaje projektów wspierane w tym programie zostały szczegółowo określone w opisie jego priorytetów. Z punktu widzenia przedsiębiorstw istotne znaczenie mają cztery następujące działania:

- Działanie 1.1. Platformy startowe dla nowych pomysłów

Program skierowany jest do młodych ludzi (do 35 roku życia), którzy mają pomysł na innowacyjny biznes i chcą rozwijać go w Polsce Wschodniej. Pomysłodawca, którego biznesowa koncepcja kwalifikuje się do wsparcia, trafia pod opiekę wybranej przez siebie platformy startowej.

- Działanie 1.2. Internacjonalizacja MŚP

Chodzi tutaj o pomoc dla przedsiębiorstw z Polski Wschodniej w zakresie przygotowania się do ekspansji zagranicznej. Pomoc kierowana jest przede wszystkim do firm, które chciałyby zadebiutować na zagranicznych rynkach. Dotacja (maksymalnie 0,5 mln zł) umożliwia przedsiębiorcom korzystanie z usług doradczych, m.in. w zakresie wyboru rynków docelowych, dostosowania do nich swoich produktów i nawiązania relacji z partnerami zagranicznymi. Przedsiębiorcy mają też możliwość uzyskania wsparcia na udział w zagranicznych targach i misjach handlowych oraz zakup wartości niematerialnych i prawnych dla swojej firmy.

- Działanie 1.3. Wsparcie ponadregionalnych powiązań kooperacyjnych

Adresatem tego wsparcia są MŚP działające w ramach ponadregionalnych powiązań kooperacyjnych. Jego celem jest zwiększenie potencjału firm z Polski Wschodniej w zakresie zdolności do realizowania procesów innowacyjnych.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

- Działanie 1.4. Wzór na konkurencję

Wzór na konkurencję to szansa dla MŚP z Polski Wschodniej, które chcą budować swoją przewagę konkurencyjną na rynku dzięki wykorzystaniu wzornictwa. Wsparcie udzielane jest dwuetapowo. W pierwszym etapie firmy mogą starać się o dotację (o maksymalnej wartości 100 tys. zł) na przeprowadzenie z pomocą ekspertów audytu wzorniczego i opracowanie na jego podstawie strategii co do dalszych działań w firmie. Zrealizowanie projektu otworzy drzwi do ubiegania się o kolejną dotację. W ramach drugiego etapu przedsiębiorcy mogą aplikować o dotację do 3 mln zł na wdrożenie zaplanowanych działań. Efektem tych działań powinno być wprowadzenie na rynek innowacji wykorzystującej nowoczesne wzornictwo przemysłowe.

Środki pomocowe z UE są przekazywane realizatorom projektów w formie refundacji poniesionych kosztów kwalifikowanych, na podstawie zapłaconych faktur za towary i usługi. W praktyce oznacza to, że beneficjent pomocy musi dysponować środkami wystarczającymi na opracowanie projektu, jego realizację i terminowe zakończenie. Musi przy tym zachować pełną płynność finansową. Środki na bieżące finansowanie projektu mogą pochodzić z kilku źródeł: z zasobów własnych przedsiębiorstwa, dotacji budżetowej lub kredytu bankowego. Zdobycie wszystkich środków potrzebnych do realizacji projektowanych przedsięwzięć stanowi dla przedsiębiorców duże wyzwanie. Dotyczy to zwłaszcza finansowania wkładu własnego. Istotną rolę w rozwiązywaniu tych problemów odgrywają kredyty bankowe. Banki, odpowiadając na potrzeby finansowe przedsiębiorstw w związku z realizacją przez nie projektów unijnych, przygotowały specjalną ofertę obejmującą nie tylko kredyty, ale również produkty i usługi rozliczeniowe oraz usługi konsultacyjno-doradcze.

Wysokie wymogi formalne stawiane wnioskom o wsparcie finansowe z funduszy unijnych sprawiają, że przedsiębiorstwa nie są w stanie same przygotować dobrego wniosku i muszą korzystać z odpłatnej pomocy firm konsultingowych.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

9.5. Pośrednie zaspokajanie potrzeb kapitałowych małych i średnich przedsiębiorstw przez fundusze poręczeniowe

W Polsce od połowy lat 90. XX wieku funkcjonują fundusze poręczeniowe, które pomagają małym i średnim przedsiębiorstwom uzyskiwać kredyty bankowe na finansowanie inwestycji i bieżącej działalności gospodarczej. Same nie udzielają pożyczek, ale poręczają spłatę kredytów bankowych, biorąc na siebie obowiązek uregulowania zobowiązań z tytułu udzielonych kredytów (w określonym procencie) w przypadku niewypłacalności kredytobiorcy. W ten sposób uwiarygodniają małe i średnie firmy, które nie posiadają własnych zabezpieczeń prawnych niezbędnych do uzyskania kredytu bankowego, pomagając im przezwyciężyć jedną z istotnych barier dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania, jaką jest brak zabezpieczeń. Tą drogą przyczyniają się do rozwoju drobnego biznesu i aktywizacji osób bezrobotnych.

Fundusze poręczeniowe istnieją w większości krajów o gospodarce rynkowej. Działają one na szczeblu lokalnym, regionalnym lub krajowym, w formie banków poręczeniowych (jak ma to miejsce w Niemczech), spółek kapitałowych, jednostek administracji publicznej, stowarzyszeń bądź fundacji. Programy poręczeniowe finansowane są zarówno ze środków publicznych, jak i prywatnych. Poręczenia udzielane przez fundusz poręczeniowy nie angażują bezpośrednio jego płynnych środków finansowych, ale fundusz musi je posiadać, na wypadek gdyby na skutek niespłacenia długu przez dłużnika poręczenie stało się wymagalne. W efekcie kapitalizacja funduszu poręczeniowego może być znacznie niższa niż instytucji udzielającej kredytów lub pożyczek. Przy starannej ocenie ryzyka kredytowego przed udzieleniem poręczenia i umiejętnym monitorowaniu sytuacji finansowej kredytobiorcy aż do czasu spłaty przez niego poręczonego kredytu wartość wszystkich poręczeń danego funduszu może wielokrotnie przekraczać wielkość jego funduszy. Zjawisko to dobrze odzwierciedla mnożnik kapitałowy funduszu poręczeniowego[6].

[6] Jest to relacja wielkości portfela poręczeń danego funduszu do wartości jego funduszy własnych. Szerzej zob. M. Gajewski, T. Kiliański, J. Szczucki, *Zasady organizacji i funkcjonowania poręczeń kredytowych*, KSFP, Nidzica 2000.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

W Polsce według danych na koniec 2015 r. oprócz Krajowego Funduszu Poręczeń Kredytowych (usytuowanego w Banku Gospodarstwa Krajowego) funkcjonowały 44 lokalne fundusze poręczeniowe, spośród których największym pod względem wielkości kapitału poręczeniowego był POLFUND Fundusz Poręczeń Kredytowych w Szczecinie (85 mln zł). Kolejne miejsce na liście największych funduszy zajmują: Polski Fundusz Gwarancyjny w Lublinie (76 mln zł), Kujawsko-Pomorski Fundusz Poręczeń Kredytowych w Toruniu (73 mln zł), Agencja Rozwoju Metropolii Szczecińskiej w Szczecinie (72 mln zł), Małopolski Fundusz Poręczeniowy w Krakowie (72 mln zł) i Podlaski Fundusz Poręczeniowy w Białymstoku (63 mln zł). Wszystkie aktywne fundusze na koniec 2015 r. dysponowały kapitałem na sumę 1,1 mld zł. W 2015 r. udzieliły one 6,3 tys. poręczeń o wartości 924 mln zł (zob. tab. 9.1).

Tabela 9.1. Podstawowe informacje o funduszach poręczeniowych w regionach w 2015 roku

Województwo	Liczba FPK	Kapitał poręczeniowy (mln zł)	Poręczenia aktywne (mln zł)	Poręczenia udzielone w 2015 r. (liczba)	Poręczenia udzielone w 2015 r. wartość (mln zł)	Zaangażowanie kapitału poręczeniowego (w %)
dolnośląskie	5	40,2	82,8	310	52,9	206
kujawsko--pomorskie	5	141,5	167,6	766	91,8	118
lubelskie	2	85,0	19,1	39	9,8	22
lubuskie	1	47,2	37,1	114	19,4	79
łódzkie	1	1,0	3,3	52	2,0	315
małopolskie	3	87,8	102,8	263	79,3	117
mazowieckie	2	91,2	86, 1	203	24,4	94
opolskie	1	16,9	8,8	133	6,5	52

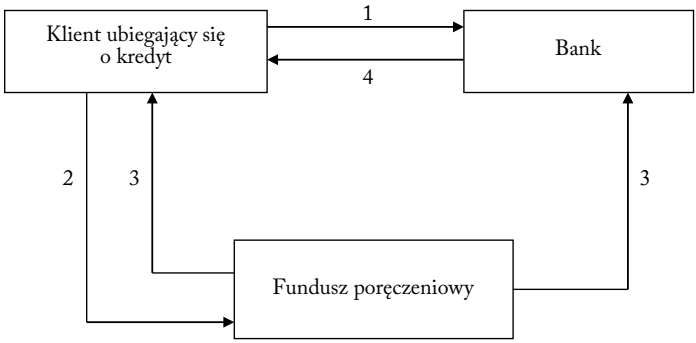
Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Województwo	Liczba FPK	Kapitał poręczeniowy (mln zł)	Poręczenia aktywne (mln zł)	Poręczenia udzielone w 2015 r. (liczba)	Poręczenia udzielone w 2015 r. wartość (mln zł)	Zaangażowanie kapitału poręczeniowego (w %)
podkarpackie	2	21,3	33,5	104	14,6	157
podlaskie	3	89,5	32,7	130	20,9	37
pomorskie	3	51,4	70,5	237	47,4	137
śląskie	2	57,8	45,5	408	40,0	79
świętokrzyskie	2	39,8	31,2	71	10,6	78
warmińsko--mazurskie	4	73,5	84,3	507	47,4	115
wielkopolskie	4	90,9	393,4	1771	265,1	433
zachodnio-pomorskie	4	191,1	283,0	1230	192,2	148
Suma	44	1126,1	1481,6	6338	924,2	132

Źródło: *Raport o stanie funduszy poręczeniowych w Polsce stan na dzień 31.12.2015 r.*, PAG Uniconsult, Warszawa 2016, s. 22.

Fundusze na wniosek przedsiębiorstwa z reguły poręczają spłatę 60–70% wartości zaciągniętego kredytu, ale bez odsetek i innych kosztów. Pozostałą część zobowiązania kredytobiorca musi zabezpieczyć kredytobiorca we własnym zakresie. Od udzielonych poręczeń pobierają jednorazową opłatę nieprzekraczającą 2% kwoty poręczenia. Procedurę udzielania poręczeń przez lokalne fundusze poręczeniowe przedstawia rysunek 9.1.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383



Legenda:
1. Klient zwraca się z wnioskiem kredytowym do banku o kredyt; bank wstępnie akceptuje wniosek, ale żąda dodatkowego zabezpieczenia.
2. Klient składa wniosek o poręczenie do funduszu.
3. Fundusz pozytywnie ocenia dane przedsięwzięcie i przyznaje poręczenie, przekazując decyzję klientowi i bankowi.
4. Bank udziela kredytu i wypłaca środki kredytobiorcy.

Rysunek 9.1. Schemat działania lokalnych funduszy poręczeń
Źródło: Opracowanie własne.

Fundusz poręczeniowy rozpatruje wniosek przedsiębiorstwa w sprawie poręczenia spłaty kredytu dopiero po podjęciu przez bank wstępnej decyzji o udzieleniu mu kredytu, pod warunkiem że uzyska od funduszu poręczenie na spłatę części kredytu. Decyzję banku w formie promesy kredytowej należy dołączyć do wniosku o poręczenie wraz z innymi wymaganymi dokumentami. Najczęściej wystarczają tutaj kopie dokumentów składanych w banku jako załączniki do wniosku kredytowego. W szczególności chodzi tutaj o standardowy biznesplan (konieczny jest przy ubieganiu się o kredyt inwestycyjny), zaświadczenie o zarejestrowaniu działalności gospodarczej, zaświadczenie o niezaleganiu z podatkami i opłatami na rzecz ZUS i dokumenty ilustrujące kondycję finansową kredytobiorcy.

Po otrzymaniu kompletu dokumentów dyrektor funduszu poręczeniowego dokonuje wstępnej oceny wniosku o poręczenie. Ostateczną decyzję dotyczącą udzielenia lub odmowy poręczenia przez fundusz podejmuje komisja kwalifikacyjna złożona z kilku członków reprezentujących władze funduszu, samorząd gospodarczy, banki współpracujące z funduszem, powiatowy urząd

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

pracy itp. Komisja kwalifikacyjna, podejmując decyzję, opiera się na wynikach wstępnej analizy wniosku dokonanej przez dyrektora funduszu oraz na własnych informacjach o kredytobiorcy i jego projekcie. Członkowie komisji kwalifikacyjnej często osobiście znają kredytobiorcę i potrafią prawidłowo oszacować, czy istnieje popyt na towary, które zamierza on sprzedawać w wyniku realizacji finansowanego przedsięwzięcia. Dzięki temu fundusze poręczeniowe charakteryzują się niskim odsetkiem nietrafionych decyzji poręczeniowych i ponoszą nieduże straty z tytułu złych poręczeń. Po podjęciu pozytywnej decyzji przez komisję fundusz udziela poręczenia spłaty długu przez wnioskodawcę, po uprzednim złożeniu przez niego weksla in blanco wraz z deklaracją wekslową do wysokości poręczonej przez fundusz kwoty. Fundusz informuje o swojej decyzji klienta i kredytujący go bank.

Korzyści z funkcjonowania funduszy poręczeniowych odnoszą nie tylko przedsiębiorstwa, ale także banki i lokalne społeczności. Dzięki poręczeniom funduszu doręczeniowego przedsiębiorstwa mogą uzyskać kredyt także w sytuacji, gdy nie dysponują wymaganymi przez bank zabezpieczeniami prawnymi spłaty zobowiązań. Ulega też skróceniu procedura udzielania kredytów bankowych i poprawia się wiarygodność kredytowa przedsiębiorstwa, co umożliwia zaliczenie go do niższej klasy ryzyka i w konsekwencji prowadzi do obniżenia wysokości odsetek płaconych od długu.

Najważniejsze korzyści banków z funkcjonowania funduszy poręczeniowych to:

- zwiększenie akcji kredytowej w wyniku pozyskania nowych klientów, którzy bez przedstawienia poręczenia z funduszu nie otrzymaliby kredytu bankowego,
- zwiększenie bezpieczeństwa akcji kredytowej poprzez uzyskanie na 60–70% kwoty udzielonego kredytu wiarygodnego zabezpieczenia jego spłaty od funduszu poręczeniowego,
- pozyskiwanie od funduszy poręczeniowych znaczących środków pieniężnych w formie depozytów bankowych (fundusze przechowują swoje wolne środki finansowe na rachunkach bankowych).

Korzyści dla firm i banków z działalności funduszy poręczeniowych przekładają się na korzyści dla lokalnych społeczności i władz samorządowych; dzięki łatwiejszemu dostępowi przedsiębiorców do środków finansowych

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

i przeznaczeniu ich na inwestycje oraz finansowanie bieżącej działalności gospodarczej następuje przyspieszenie rozwoju gospodarczego na poziomie lokalnym, ustabilizowana zostaje liczba istniejących miejsc pracy w przedsiębiorstwach i powstają nowe, zwiększają się też wpływy gmin z podatków i ulega wzmocnieniu kondycja lokalnych banków.

W dziedzinie tworzenia nowych funduszy poręczeniowych w Polsce uczestniczy Bank Gospodarstwa Krajowego (BGK), który pomaga przyszłym udziałowcom lub akcjonariuszom przygotować plan rzeczowo-finansowy funduszu i niezbędne dokumenty. Bank ten poniósł też duże zasługi w zakresie dokapitalizowania istniejących funduszy poręczeniowych, ujednolicenia standardów ich funkcjonowania oraz opracowania metodologii oceny ryzyka funduszu poręczeniowego.

9.6. Gwarancje *de minimis* BGK dla kredytobiorców

Na rynku z szeroką ofertą produktów poręczeniowych, gwarancji i awali dla kredytobiorców od wielu lat występuje BGK. Wśród tych produktów szczególne znaczenie mają gwarancje *de minimis* dla przedsiębiorstw z sektora MŚP. Gwarancja *de minimis* jest jedną z form pomocy *de minimis*[7] udzielaną w ramach dopuszczalnej pomocy publicznej na zabezpieczenie spłaty kredytu obrotowego lub inwestycyjnego zaciąganego przez mikro-, małe lub średnie przedsiębiorstwo. Nie stanowi ona dotacji pieniężnej, nie wiąże się bezpośrednio z przekazaniem środków pieniężnych przedsiębiorcy oraz nie rodzi żadnych skutków podatkowych. Z gwarancji *de minimis* mogą korzystać tylko kredytobiorcy, którzy są rezydentami, w ocenie kredytującego banku posiadają zdolność kredytową i w ciągu 3 miesięcy przed złożeniem wniosku o kredyt z gwarancją *de minimis* nie posiadali zadłużenia przeterminowanego powyżej 30 dni w kwocie nieprzekraczającej 500 zł.

Gwarancje *de minimis* znakomicie zwiększają dostęp do kredytów bankowych dla klientów banku z krótką historią kredytową lub nieposiadających

[7] Pomoc *de minimis* (pomoc bagatelna) to pomoc dla przedsiębiorstw, zwłaszcza z sektora MŚP, o wartości nieprzekraczającej 200 tys. euro w okresie 3 lat podatkowych, która nie zakłóca konkurencji na rynku unijnym i nie wymaga zgłoszenia do Komisji Europejskiej.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

wystarczającego majątku na zabezpieczenie kredytu. Pozwalają też ze względu na niższe ryzyko kredytowe obniżyć koszt kredytu.

Procedura uzyskania gwarancji *de minimis* jest prosta. Przedsiębiorca składa wniosek o udzielenie mu gwarancji przez BGK wraz z wnioskiem o kredyt w jednym z banków, który podpisał umowę z BGK. Następnie bank bada zdolność kredytową i sprawdza, czy klient spełnia wszystkie warunki do objęcia kredytu gwarancją BGK. Chodzi tutaj przede wszystkim o złożenie do banku przez kredytobiorcę zabezpieczenia na rzecz BGK w formie weksla własnego in blanco wraz z oświadczeniem o poddaniu się egzekucji do równowartości 200% kwoty gwarancji udzielonej przez BGK.

Gwarancje *de minimis* udzielane są do kwoty 60% wartości kredytu na czas określony w umowie. W przypadku gdy przedsiębiorca zaprzestanie spłacania rat kredytu objętego gwarancją, bank kredytujący wezwie BGK do zapłaty (do 60% wartości kredytu) w terminie 15 dni roboczych od daty otrzymania kompletnego wezwania. W tym momencie przedsiębiorca stanie się dłużnikiem BGK i będzie zobowiązany do zwrócenia mu spłaconej przez BGK kwoty gwarancji wraz z naliczonymi odsetkami i dodatkowymi kosztami. Jednakże działania windykacyjne będą prowadzone przez bank kredytujący na podstawie umowy powierzenia lub cesji wierzytelności.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

ROZDZIAŁ 10

ZOBOWIĄZANIA JAKO ŹRÓDŁA FINANSOWANIA MAJĄTKU PRZEDSIĘBIORSTW

10.1. Istota zobowiązań przedsiębiorstwa

W każdym normalnie działającym przedsiębiorstwie występują po stronie pasywów zobowiązania krótkoterminowe, które wynikają z naturalnej różnicy między momentem powstania zobowiązań w trakcie prowadzenia działalności gospodarczej a terminem ich uregulowania poprzez dokonanie zapłaty. Obejmują one przede wszystkim:

- zobowiązania wobec dostawców surowców, materiałów i usług lub zobowiązania wobec odbiorców towarów danego przedsiębiorstwa dokonujących wpłaty zaliczki, nazywane kredytami handlowymi, towarowymi bądź kupieckimi;
- zobowiązania wobec pracowników z tytułu wynagrodzeń wypłacanych z dołu. Koszty wynagrodzeń zaliczane do kosztów własnych sprzedanej produkcji zwracają się na bieżąco poprzez wpływy ze sprzedaży, a wydatki na wynagrodzenia występują w przedsiębiorstwie dopiero pierwszego dnia następnego miesiąca. Oznacza to, że przez cały miesiąc może ono obracać pieniędzmi przeznaczonymi na wynagrodzenia dla pracowników;
- zobowiązania wobec budżetu państwa i innych instytucji, np. ZUS. Stwarzają one podobną możliwość obracania pieniędzmi jak zobowiązania

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

wobec pracowników i kontrahentów[1]. Przedsiębiorstwo uzyskuje systematycznie przychody ze sprzedaży produktów i usług, a zaliczkę na podatek dochodowy od osób prawnych za dany miesiąc płaci w terminie do 20 dnia następnego miesiąca[2], natomiast VAT za miesiąc poprzedni reguluje do 25 dnia następnego miesiąca[3]. Do tego więc czasu może swobodnie dysponować pieniędzmi przeznaczonymi na zapłacenie podatków.

Największe znaczenie z punktu widzenia finansowania majątku przedsiębiorstwa mają kredyty handlowe. Występują one w dwojakiej formie: jako kredyt dostawcy lub – znacznie rzadziej – jako kredyt odbiorcy. **Kredyt dostawcy** ma miejsce wtedy, gdy dostawca odracza odbiorcy termin płatności za dostarczone mu produkty bądź usługi. Uregulowanie należności najczęściej następuje w okresie 20–90 dni od momentu dostawy towarów. Koszty tego rodzaju kredytu są zwykle wkalkulowane w cenę sprzedawanych towarów lub świadczonych usług. Natomiast **kredyt odbiorcy** z reguły ma formę przedpłaty, czyli polega na przekazaniu przez przyszłego odbiorcę na rachunek dostawcy zaliczki za zakontraktowane dobra inwestycyjne, np. statki, które jeszcze nie zostały wyprodukowane.

Kredyt handlowy, a szczególnie kredyt kupiecki udzielany przez dostawców, jest szeroko stosowany w gospodarce rynkowej. W wyniku udzielania

---

1 W. Dębski, *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzanie…*, s. 278–279.

2 Od stycznia 2018 r. przedsiębiorcy nie muszą przekazywać do urzędu skarbowego zaliczek, jeżeli podatek należny od dochodu osiągniętego od początku roku pomniejszony o sumę zaliczek wpłaconych od początku roku nie przekracza 1000 zł (ustawa z dnia 27 października 2017 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz ustawy o zryczałtowanym podatku dochodowym od niektórych przychodów osiąganych przez osoby fizyczne, Dz. U. z 2017 r., poz. 2175).

3 Od lipca 2018 r. w Polsce może być stosowany mechanizm *split payment* (podzielonej płatności w VAT), który umożliwia podatnikowi zapłatę swojemu kontrahentowi faktury VAT w dwóch strumieniach: netto i VAT.
Kwota netto będzie dostępna dla kontrahenta w tradycyjny sposób bez ograniczeń, VAT zaś będzie wpływał na specjalnie dedykowane temu konto. Podatnik będzie miał ograniczone możliwości dysponowania znajdującymi się tam kwotami. Pieniędzmi z tego konta będzie można płacić VAT poddostawcom – także na specjalne konto – lub regulować zobowiązanie VAT w rozliczeniach z fiskusem (zob. ww. ustawa z dnia 27 października 2017 r.).

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

tego rodzaju kredytów przedsiębiorstwa posiadają w swoim bilansie należności, które według GUS stanowią ponad 40% ich aktywów obrotowych[4]. Kredyt kupiecki stanowi element polityki marketingowej przedsiębiorstwa służącej intensyfikacji sprzedaży towarów na rynkach nasyconych. W Polsce stosuje go ponad trzy czwarte wszystkich przedsiębiorstw. Bardzo często z kredytów kupieckich korzystają firmy handlu hurtowego, jednocześnie firmy te często udzielają kredytów handlowych swoim kontrahentom, czyli firmom handlu detalicznego[5].

Kredyt handlowy zaliczany jest do krótkoterminowego finansowania obcego. Pod wieloma względami ma zdecydowaną przewagę nad innymi formami finansowania działalności gospodarczej. Podstawową jego zaletą jest umożliwienie odbiorcom towarów uregulowania zobowiązań z tego tytułu dopiero po uzyskaniu odpowiednich przychodów ze sprzedaży przetworzonych dóbr lub dalszej odsprzedaży uprzednio zakupionych towarów. Kredyt kupiecki jest dostępny przede wszystkim dla tych nabywców, którzy dokonują regularnych zakupów produktów i usług, znani są dostawcom i cieszą się dobrą reputacją. Natomiast przedsiębiorcy wchodzący dopiero na rynek i obciążeni dużym ryzykiem nieuregulowania w terminie swoich należności mają trudności z uzyskaniem kredytu handlowego od swoich partnerów, ponieważ nie chcą oni dopuścić do powstania nieściągalnych należności.

Kredyt kupiecki jest szczególnie potrzebny przedsiębiorstwom, które w ocenie banku nie są wiarygodne, nie posiadają zdolności kredytowej ani zabezpieczeń prawnych niezbędnych do uzyskania kredytu bankowego. W takiej sytuacji często znajdują się firmy małe i od niedawna prowadzące działalność gospodarczą, dlatego korzystają one z kredytów handlowych częściej niż firmy duże i funkcjonujące na rynku od wielu już lat. Przy kredytach handlowych z reguły nie żąda się zabezpieczenia spłaty należności. Firmy udzielające kredytów dokonują jednak oceny zdolności kredytowej swoich klientów i w zależności od zakwalifikowania ich do odpowiedniej grupy ryzyka udzielają im kredytu bez zastrzeżeń lub tylko do określonej kwoty

[4] G. Goławska-Witkowska, E. Mazurek-Krasodomska, A. Rzeczycka, *Kredyt kupiecki a zatory płatnicze,* „Pieniądze i Więź" 2016, nr 3, s. 85.

[5] D. Krzemińska, *Finanse przedsiębiorstw*, Wydawnictwo WSB, Poznań 1996, s. 145.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

i pod warunkiem złożenia przez nich weksla własnego zabezpieczającego spłatę zobowiązania, bądź w ogóle nie zgadzają się na odroczenie płatności za dostarczone towary, realizując sprzedaż wyłącznie za gotówkę (zapłata natychmiastowa).

W krajach zachodnich podmioty gospodarcze, badając wiarygodność kredytową swoich kontrahentów, posługują się „regułą 5C" (od angielskich słów: *character, capacity, capital, collateral, conditions*). Oznacza to, że zwracają uwagę na następujące czynniki:

- charakter klienta (*character*), tzn. jego skłonność do wywiązywania się z przyjętych zobowiązań finansowych,
- zdolność (*capacity*) klienta do terminowego regulowania swoich zobowiązań,
- ogólną sytuację finansową klienta (*capital*), którą określa się na podstawie różnego rodzaju wskaźników finansowych,
- możliwość zabezpieczenia roszczeń przedsiębiorstwa na majątku dłużnika (*collateral*), np. w drodze ustanowienia zastawu rejestrowego na jego samochodach,
- wewnętrzne warunki działania klienta (*conditions*), które mają wpływ na jego zdolność do regulowania zobowiązań.

Najczęściej firmy, które korzystają z kredytów handlowych, same również ich udzielają odbiorcom swoich towarów. W stosunku do nich przedsiębiorstwo może prowadzić jedną z trzech strategii: konserwatywną, umiarkowaną lub dynamiczną.

Strategia konserwatywna polega przede wszystkim na unikaniu niewypłacalności klientów poprzez:

- uzależnienie dostawy towarów do określonych odbiorców od uprzedniego zainkasowania zapłaty lub wpłacenia przez nich zaliczki,
- wyrażanie zgody na odroczenie terminu zapłaty za dostarczone towary tylko stałym klientom o wypróbowanej w trakcie długoletniej współpracy wiarygodności,
- udzielanie kredytu handlowego wyłącznie pod warunkiem, że kontrahent przedstawi solidne gwarancje późniejszej zapłaty za dostarczone mu towary (np. gwarancje bankowe, poręczenie zapłaty przez solidną osobę trzecią).

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Strategia umiarkowana charakteryzuje się bardziej elastycznym podejściem do udzielania kredytów handlowych przy jednoczesnej rezygnacji z zaliczek i zapłaty z góry. W ramach tej strategii dostawy zasadniczo realizowane są pod warunkiem równoczesnego uregulowania przez klienta wszystkich należności z tego tytułu. Dopuszcza się pewne odroczenia terminu zapłaty za dostarczone towary tylko w przypadku klientów mających okresowe trudności płatnicze, szczególnie jeżeli istnieje obawa ich utraty w razie żądania od nich natychmiastowej zapłaty za sprzedane towary.

Strategia dynamiczna polega na intensyfikacji sprzedaży produktów i usług poprzez udzielanie na dużą skalę kredytów handlowych, nawet firmom nowym, które z reguły charakteryzują się wysokim ryzykiem utraty zdolności płatniczej. Jeżeli to ryzyko urzeczywistni się w przypadku niektórych firm, to kredytodawca zaczyna stosować w stosunku do nich ostrożniejszą politykę kredytową[6].

Generalnie strategię dynamiczną w zakresie udzielania kredytów kupieckich powinny stosować przedsiębiorstwa, które mają wolne moce produkcyjne i niskie koszty zmienne (bezpośrednie) wytwarzanych produktów. Strategia ta służy pełniejszemu wykorzystaniu zdolności wytwórczych firmy i zwiększeniu wielkości sprzedaży. Koszty stałe rozkładają się wówczas na większą liczbę produktów, w wyniku czego obniżają się całkowite koszty jednostkowe wyrobów.

Dużym problemem dla polskiej gospodarki są zatory płatnicze, które powstają z powodu nieuregulowania przez przedsiębiorstwa w terminie swoich zobowiązań płatniczych. Oznacza to, że wynegocjowane terminy kredytów kupieckich w praktyce nie są dotrzymywane. W tej sytuacji krótkoterminowy kredyt kupiecki często przekształca się w kredyt średnio- lub nawet długoterminowy. Taki wymuszony kredyt kupiecki jest korzystny dla odbiorcy, ponieważ prowadzi do obniżenia kosztów finansowania jego działalności gospodarczej. Jednocześnie jest to bardzo niekorzystne rozwiązanie dla dostawcy (wierzyciela), który musi długo czekać na uzyskanie zapłaty za sprzedane towary. W całej gospodarce nieterminowe płatności stanowią

[6] *Ibidem*, s. 150.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

około 50% wszystkich płatności handlowych[7]. W opinii przedsiębiorstw jest to istotna przyczyna trudności w prowadzeniu działalności gospodarczej.

W celu przeciwdziałania wydłużaniu się terminów zapłaty i powstawaniu zatorów płatniczych w 2003 r. przyjęto ustawę o terminach zapłaty w transakcjach gospodarczych, która w 2013 r. została zastąpiona nową ustawą poświęconą tym kwestiom[8]. Zgodnie z tą ustawą termin zapłaty w transakcjach między przedsiębiorstwami nie powinien przekraczać 60 dni, a między przedsiębiorstwami a podmiotami prawa publicznego 30 dni. Po przekroczeniu tych terminów wierzyciel może naliczać odsetki ustawowe za opóźnienie w regulowaniu zobowiązań w wysokości równej sumie stopy referencyjnej NBP i ośmiu punktów procentowych. Ustawa wprowadziła też ryczałtową kwotę w postaci rekompensaty za koszty odzyskiwania należności w wysokości 40 euro.

Regulacje te budzą wiele kontrowersji. Wskazuje się, że ograniczają swobodę kontraktowego ustalania terminów płatności w stosunkach gospodarczych. W praktyce odsetki ustawowe za nieterminowe regulowanie zobowiązań przez dłużników często nie są egzekwowane przez wierzycieli, którzy obawiają się, że mogłoby to doprowadzić do zerwania kontaktów handlowych z dotychczasowymi kontrahentami.

10.2. Koszt kredytów handlowych

Pozornie zobowiązania wobec dostawców są darmowym źródłem krótkoterminowego finansowania majątku obrotowego przedsiębiorstwa, ponieważ podmioty z nich korzystające nie płacą bezpośrednio żadnej prowizji ani odsetek. Gdy uwzględni się jednak fakt, że przy zakupach w kredycie handlowym ceny są wyższe niż w przypadku płatności natychmiastowej (gotówkowej) i nie uzyskuje się żadnego opustu (skonta), czyli nabywca musi zapłacić pełną kwotę wykazaną na fakturze, to okaże się, iż kredyt handlowy jest droższy od kredytów obrotowych udzielanych przez banki.

---

7 G. Goławska-Witkowska, E. Mazurek-Krasodomska, A. Rzeczycka, *Kredyt kupiecki a zatory płatnicze*, s. 86.

8 Ustawa z dnia 13 marca 2013 r. o terminach zapłaty w transakcjach handlowych (tekst jedn. Dz. U. z 2016 r., poz. 684 z późn. zm.).

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

W przypadku sprzedaży na kredyt dostawca z reguły ustala procentową stopę opustu, termin korzystania z opustu i termin zapłaty pełnej kwoty zgodnie z wystawioną fakturą. Warunki płatności przy korzystaniu z opustu przykładowo mogą być następujące: „2/10 net 30". Oznacza to, że dane przedsiębiorstwo uzyskało kredyt handlowy, czyli odroczono mu termin zapłaty za dostarczone dobra o 30 dni. Jeżeli jednak swoje zobowiązania wobec dostawcy ureguluje w ciągu 10 dni od otrzymania towaru wraz z fakturą, to zapłaci 2% mniej, czyli tylko 98% tej kwoty, którą będzie musiał zapłacić trzydziestego dnia od terminu otrzymania towarów. Jeżeli nabywca skorzysta np. z kredytu handlowego w wysokości 1000 zł, to koszt tego kredytu przy wyżej przedstawionych warunkach płatności wyniesie 20 zł (2% od 1000 zł). Aby koszt ten wyrazić w procentach w stosunku rocznym, należy posłużyć się następującym wzorem[9]:

$$\text{nominalny koszt kredytu handlowego} = \frac{\%\ \text{opustu}}{100\% - \%\ \text{opustu}} \times \frac{365}{\text{okres kredytu} - \text{okres opustu}} \quad (10.1)$$

W naszym przykładzie nominalny koszt kredytu handlowego wynosi więc:

$$\frac{2}{100-2} \times \frac{365}{30-10} = 37{,}24\%.$$

Jeżeli przedsiębiorstwo będzie mogło uzyskać w banku kredyt oprocentowany np. w wysokości 15% w stosunku rocznym, to powinno zaciągnąć taki kredyt na okres 20 dni, aby móc uregulować zobowiązanie wobec kontrahenta już 10 dnia po otrzymaniu dostawy i skorzystać z 2% skonta.

Przedsiębiorstwa, które posiadają dobrą płynność finansową lub mają dostęp do korzystnie oprocentowanych kredytów bankowych, starają się wynegocjować w powiązaniu z kredytami handlowymi maksymalne opusty cenowe. Jest to bowiem dla nich atrakcyjne finansowo. Sprzedający również korzystają na tym, że udzielają kontrahentom opustów, ponieważ tą drogą nie tylko zwiększają sprzedaż, ale również polepszają swoją płynność, ponieważ nie muszą czekać na zapłatę 30 dni, lecz tylko 10.

[9] M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 253.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Natomiast przedsiębiorstwa, które mają problemy z płynnością lub gdy zapłata we wcześniejszym terminie nie jest premiowana uzyskaniem skonta, są zainteresowane wynegocjowaniem przy zakupach surowców czy materiałów jak najdłuższego terminu odroczenia płatności, czyli dążą do wydłużenia okresu korzystania z kredytów handlowych.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

ROZDZIAŁ 11

FINANSOWANIE HYBRYDOWE PRZEDSIĘBIORSTW

11.1. Istota i formy kapitału hybrydowego

W latach 70. XX wieku w Stanach Zjednoczonych, a w latach 80. XX wieku w Europie, powstało i zaczęło się dynamicznie rozwijać finansowanie hybrydowe jako alternatywa dla innych form finansowania działalności gospodarczej. Występuje ono też w Polsce, ale ciągle w małej skali. Kapitał hybrydowy, nazywany też kapitałem mieszanym lub *mezzanine capital* (w języku włoskim *mezzanine* oznacza półpiętro), posiada zarówno cechy kapitału własnego, jak i kapitału obcego. Stanowi on bowiem pośredni instrument pomiędzy finansowaniem przedsiębiorstwa kapitałem własnym a finansowaniem go długiem. Kapitał hybrydowy udostępniany jest na podstawie odpowiedniej umowy na dłuższy czas i nie wymaga zabezpieczeń na majątku finansowanej firmy, a jedynym zabezpieczeniem są akcje lub udziały finansowanego podmiotu.

Dawcy kapitału hybrydowego dzielą ryzyko, jakim obarczone jest finansowane przedsiębiorstwo, uczestnicząc w jego sukcesach lub porażce. Zwrot środków finansowych inwestorowi zazwyczaj następuje jednorazowo na koniec okresu umowy, ale w czasie jej trwania kapitałodawca otrzymuje uzgodnione odsetki. Elementem wyróżniającym *mezzanine capital* od innych form kapitału jest dodatkowe wynagrodzenie dla kapitałodawców w postaci

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

udziału w kapitale własnym, tzw. *equity kicker,* które należy się po udanym zrealizowaniu inwestycji. Premia ta wynosi do 10% udziałów w przedsiębiorstwie, nie stanowi więc zagrożenia dla dotychczasowych właścicieli firmy, że utracą nad nią kontrolę[1].

Na finansowanie hybrydowe decydują się przedsiębiorstwa, które nie są w stanie pozyskać potrzebnych środków na sfinansowanie planowanych inwestycji w innej formie. Z powodu wysokiego ryzyka związanego z prowadzoną działalnością i niskiej zdolności kredytowej wynikającej z generowania niedużej nadwyżki finansowej z działalności operacyjnej nie mogą one pozyskać nowych udziałowców czy akcjonariuszy ani otrzymać kredytów. Kapitał hybrydowy wykorzystują też przedsiębiorstwa będące w fazie dynamicznego rozwoju, w przypadku zmiany struktury własnościowej firmy, gdy potrzebują środków na sfinansowanie przejęcia bądź fuzji z innym przedsiębiorstwem, a także na realizację projektów z wykorzystaniem środków unijnych (finansowanie pomostowe) oraz przygotowanie spółki do wejścia na giełdę. Natomiast kapitał ten nie nadaje się do finansowania start-upów[2].

Mezzanine capital może pochodzić od różnych kapitałodawców: specjalnych funduszy zajmujących się finansowaniem hybrydowym, banków, towarzystw ubezpieczeniowych, funduszy *private equity/venture capital* i innych podmiotów. Wszystkie one ściśle określają warunki udostępniania przedsiębiorstwom kapitału hybrydowego, np. ustalają minimalny udział kapitału własnego (20–30%) w finansowanym przedsięwzięciu. Można zauważyć wzrost zapotrzebowania firm na kapitał mieszany w okresach zaostrzenia przez banki warunków udzielania kredytów komercyjnych oraz w sytuacji niesprzyjającej podejmowaniu nowych emisji na rynku finansowym.

W praktyce ukształtowało się już wiele form *mezzanine capital*, które najczęściej klasyfikuje się według kryterium podobieństwa do kapitału własnego bądź obcego, a rzadziej według sposobu wynagrodzenia i wyjścia

---

1 Z. Kuryłek, *Mezzanine capital. Nowoczesne finansowanie przedsiębiorstw*, CeDeWu, Warszawa 2015, s. 53.

2 *Finanse małych i średnich firm. Innowacje, decyzje, procesy*, red. M. Dylewski, CeDeWu, Warszawa 2016, s. 201–203.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

dawcy kapitału hybrydowego z inwestycji[3]. Biorąc pod uwagę to pierwsze kryterium, wyróżnia się dwa rodzaje kapitału hybrydowego:

- instrumenty zbliżone do kapitału własnego, czyli *equity mezzanine,* do których zaleźą: akcje uprzywilejowane, pożyczki pieniężne udzielane przez wspólników, ciche udziały i inne,
- instrumenty bliższe kapitałowi obcemu, czyli *debt mezzanine*, do których zaliczamy: obligacje zamienne na akcje, niezabezpieczone pożyczki pieniężne, pożyczki podporządkowane, pożyczki z prawem opcji itp.

Również według drugiego kryterium podziału kapitału hybrydowego wyróżnia się dwie grupy instrumentów:

- *junior mezzanine*, w którym wykorzystuje się wysoko oprocentowane pożyczki i obligacje często zawierające prawo do spłaty części lub całości odsetek wraz z kwotą główną długu na koniec okresu finansowania,
- *senior mezzanine* (obligacje zamienne na akcje), w przypadku którego nabywca papierów może stać się współwłaścicielem przedsiębiorstwa.

11.2. Obligacje zamienne na akcje

Najbardziej znaną formą kapitału hybrydowego są obligacje zamienne na akcje. Są to obligacje korporacyjne dające obligatariuszowi prawo do zamiany ich na akcje spółki emitenta. Obligacja zamienna stanowi papier wartościowy złożony z dwóch elementów: obligacji i opcji zamiany jej na akcje. Oba te elementy decydują o jej wartości, jednakże w praktyce jest ona trudna do określenia. Spółki emitują obligacje zamienne wówczas, gdy są zainteresowane pozyskaniem kapitału własnego, ale zbyt niskie notowania ich akcji na giełdzie nie pozwalają na kolejne emisje tych papierów.

Podstawą prawną emisji obligacji zamiennych w Polsce jest ustawa z dnia 15 stycznia 2015 roku o obligacjach[4]. Zgodnie z ustawą obligacje zamienne nie mogą być emitowane poniżej wartości nominalnej ani wydawane przed

[3] E. Wrońska-Bukalska, *Hybrydowe źródła finansowania działalności rozwojowej przedsiębiorstwa – studium przypadku*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego" nr 802, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia" nr 65 (2014), Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2014, s. 844–855.

[4] Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (tekst jedn. Dz.U. z 2018 r., poz. 483).

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

pełną wpłatą. Uchwała o emisji obligacji zamiennych i akcji wydawanych w zamian za te obligacje podlega zgłoszeniu do sądu rejestrowego. Uchwała ta określa w szczególności: zakres przyznawanego prawa oraz warunki jego realizacji, w tym rodzaj akcji wydawanych w zamian za obligacje, sposób przeliczenia obligacji na akcje i maksymalną wysokość podwyższenia kapitału zakładowego w drodze zamiany obligacji na akcje. Termin zamiany obligacji na akcje nie może być dłuższy niż termin wykupu obligacji. Jest to tzw. okres konwersji, czyli czas, w którym posiadacz obligacji zamiennej ma prawo podjąć decyzję o dokonaniu jej zamiany na akcje. W praktyce najczęściej odpowiada on terminowi wykupu obligacji. Oświadczenie obligatariusza o zamianie obligacji na akcje wymaga formy pisemnej i powinno zostać złożone spółce.

Na decyzję obligatariusza w sprawie zamiany obligacji na akcje decydują głównie dwa czynniki: kształtowanie się kursu akcji w okresie konwersji i współczynnik zamiany, który informuje o tym, ile akcji otrzyma obligatariusz za jedną obligację w przypadku wykonania opcji. Iloczyn ceny rynkowej akcji i współczynnika zamiany stanowi wartość konwersji. Emitent obligacji zamiennych na akcje z reguły ustala współczynnik zamiany na takim poziomie, że zamiana opłaca się obligatariuszowi dopiero wtedy, gdy kurs rynkowy akcji wzrośnie o 20–25 % w stosunku do kursu w momencie emisji obligacji. Dzięki temu zabezpiecza się on przed zbyt szybkim osiągnięciem przez akcje poziomu, który zachęciłby obligatariuszy do dokonania konwersji. Musi jednak być ostrożny w swoich szacunkach, ponieważ ustalenie niekorzystnego współczynnika konwersji może zniechęcić inwestorów do zakupu obligacji zamiennych, a w razie ich nabycia – do powstrzymania się od zamiany ich na akcje, co oznaczałoby, iż emitent musiałby nadal ponosić sztywne koszty związane z obsługą swojego długu.

Obligacje zamienne na akcje posiadają kilka pozytywnych cech, które zachęcają przedsiębiorców do korzystania z tego instrumentu finansowania działalności gospodarczej. Przede wszystkim obligacje zamienne charakteryzują się niższym kosztem kapitału w porównaniu z kosztem kredytu czy emisji innych papierów dłużnych. Wynika to z tego, iż ich nabywca uzyskuje prawo do zamiany obligacji na akcje emitenta. Dzięki temu obligacje zamienne cechują się niższym oprocentowaniem niż w przypadku zwykłych

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

obligacji korporacyjnych. Jednocześnie emisja obligacji zamiennych pozwala ograniczyć i przesunąć w czasie poziom „rozwodnienia" zysku przypadającego na akcję oraz wzrost liczby głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy przynajmniej do czasu dokonania przez obligatariuszy wymiany obligacji na akcje. Najczęściej okres przesunięcia wynosi od 2 do 3 lat. Ponadto dzięki przesunięciu w czasie „rozwodnienia" zysku na akcję emisja obligacji zamiennych zazwyczaj nie wpływa w negatywny sposób na bieżącą cenę akcji emitenta. Gdy obligatariusze skorzystają z opcji zamiany obligacji na akcje, to dług wynikający z obligacji przekształci się w kapitał zakładowy i spółka nie musi już go zwracać. Nie można jednak z góry przewidzieć, czy i kiedy nastąpi konwersja długu na kapitał własny spółki[5].

Podobny charakter jak obligacje zamienne mają **obligacje z warrantem**. Nabywcom dają one prawo nie do zamiany obligacji na akcje, lecz do zakupu po określonym kursie akcji emitenta. Jeżeli inwestorzy skorzystają z tej możliwości, dług przedsiębiorstwa i koszty jego obsługi się nie zwiększą, ale nastąpi przypływ gotówki do przedsiębiorstwa i wzrośnie jego kapitał własny.

Specyficzną formą obligacji są obligacje odwrotnie zamienne (*contingent convertible bonds,* w skrócie nazywane *coco bonds*). Łączą one w sobie cechy standardowych obligacji, obligacji zamiennych na akcje i instrumentów pochodnych. Są to podporządkowane instrumenty dłużne, najczęściej emitowane przez banki, np. Deutsche Bank), o nieco wyższym oprocentowaniu niż standardowe obligacje, przy czym zachowują się jak zwykłe obligacje tylko do czasu wystąpienia określonego w danej *coco bond* zdarzenia, np. odpowiedniego spadku kursu akcji, obniżenia się wskaźnika kapitałowego banku do niepożądanego poziomu lub utraty zdolności emitenta do zapłacenia odsetek od obligacji. W razie zaistnienia tego zdarzenia następuje obowiązkowa zamiana tej obligacji na akcje, które w tym okresie mają stosunkowo małą wartość. Drugim rozwiązaniem, które może być zastosowane w wyniku wystąpienia określonego w obligacji zdarzenia, jest całkowicie spisanie obligacji na straty. *Coco bonds* funkcjonują więc jako amortyzator strat, stanowiąc

[5] *Obligacje zamienne – szczególny rodzaj obligacji korporacyjnych*, www.bestcapital.pl [dostęp: 03.02.2017].

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

element systemu ratunkowego dla banków (*bailout*) bez pomocy finansowej rządu, wdrożonego po globalnym kryzysie finansowym lat 2007–2009[6].

11.3. Pozostałe formy kapitału hybrydowego

Inną formą kapitału hybrydowego jest **pożyczka podporządkowana** – jest to dług podporządkowany wobec np. długu bankowego. Jego zabezpieczeniem nie są aktywa pożyczkobiorcy, lecz przepływy pieniężne, które wygeneruje on w przyszłości, pomniejszone o koszty obsługi długu nadrzędnego. W przypadku tej formy finansowania roszczenia pożyczkodawców są zaspakajane w drugiej kolejności, tzn. dopiero po zaspokojeniu roszczeń z tytułu długu nadrzędnego. Dlatego kapitałodawcy przed zaangażowaniem swego kapitału w określone przedsiębiorstwo uważnie badają, jaka jest rentowność jego działalności i kondycja finansowa. W trakcie trwania umowy o pożyczkę podporządkowaną pożyczkobiorca płaci tylko odsetki, a kapitał zwraca po zakończeniu inwestycji. W razie osiągnięcia sukcesu w postaci wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa kapitałodawca otrzymuje jeszcze tzw. *equity kicker* (ciasteczka) w postaci niedużego udziału własnościowego w finansowanym przedsiębiorstwie.

Kolejną formą jest **pożyczka właścicieli** polegająca na pozyskiwaniu kapitału przez przedsiębiorstwo od swoich właścicieli. Z tej formy *mezzanine capital* korzystają firmy, które ze względu na wysoki poziom zadłużenia nie mogą zaciągnąć dodatkowego długu i jednocześnie nie chcą poszerzyć kręgu swoich właścicieli. Pożyczka właścicieli może mieć wbudowaną opcję zamiany na akcje pod koniec okresu jej trwania, z czego chętnie korzystają inwestorzy w przypadku osiągnięcia przez pożyczkobiorcę sukcesu rynkowego. Gdy oczekiwania inwestorów dotyczące pomyślnych wyników firmy się nie spełnią, uzyskują oni zwrot zaangażowanych środków bez dodatkowych profitów.

Pożyczka właścicieli uważana jest za korzystny instrument finansowania innowacyjnych przedsiębiorstw, zarówno z punktu widzenia inwestorów, jak

[6] *Emisja dłużnych instrumentów hybrydowych oraz tzw. contingent convertible bonds (coco)*, Clifford Change, sierpień 2016, https://onlineservices.cliffordchance.com/online/freeDownload.action?key... [dostęp: 15.01.2018].

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

i przedsiębiorstwa. Inwestorzy mają bowiem zapewniony zwrot kapitału w każdej sytuacji i uzyskanie dodatkowych korzyści z zakupu akcji, gdy wzrośnie wartość rynkowa firmy. Jednocześnie przedsiębiorstwo zyskuje potrzebne środki na inwestycje i jego dotychczasowi właściciele nie muszą obawiać się, że kontrolę nad nim przejmą nowi właściciele[7].

Ostatnią formą, którą chcemy omówić, to **ciche udziały**, czyli środki pieniężne lub wkłady niepieniężne (know-how, rzeczy) wnoszone przez wspólnika cichego do przedsiębiorstwa prowadzonego przez wspólnika jawnego. Wspólnik cichy nie jest ujawniany na zewnątrz, próżno więc szukać jego nazwiska w Krajowym Rejestrze Sądowym. Uczestniczy tylko swoim wkładem w przedsiębiorstwie wspólnika jawnego bez ujawnia się jako udziałowiec. Nie jest też współwłaścicielem tego przedsiębiorstwa. Podstawą wniesienia cichych udziałów do przedsiębiorstwa jest umowa zawarta między wspólnikami cichym i jawnym, w której zapisane są wszystkie prawa i obowiązki stron umowy. Umowa spółki cichej nie jest prawnie uregulowana (umowa nienazwana), tzn. osoby tworzące taką spółkę muszą dostosować się do ogólnych przepisów prawa.

Wspólnikiem cichym może być każda osoba posiadająca zdolność do czynności prawnych. Jego prawa ograniczają się do partycypacji w zysku w proporcjach określonych w umowie. Uczestniczy też w stratach przedsiębiorstwa do wysokości wniesionego wkładu, ponosi więc ryzyko związane z działalnością gospodarczą. Strony umowy dotyczącej cichych udziałów mogą określić w niej dodatkowe prawa i obowiązki cichego wspólnika, np. prawo do kontroli przedsiębiorstwa. W przypadku rozwiązania spółki wspólnik cichy ma prawo do zwrotu włożonego majątku.

Do najważniejszych zalet spółki cichej należy zaliczyć: brak ograniczeń podmiotowych i przedmiotowych dotyczących jej funkcjonowania, brak obowiązku rejestracji i kosztów z tym związanych, możliwość szybkiego dofinansowania przedsiębiorstwa w przypadku braku środków finansowych z innych źródeł, zminimalizowanie ryzyka gospodarczego dla wspólnika cichego poprzez zwolnienie go z odpowiedzialności za zobowiązania i możliwość zawarcia umowy spółki cichej z różnymi podmiotami. Natomiast główne wady spółki cichej to: niebezpieczeństwo dokonywania nadużyć

[7] E. Wrońska-Bukalska, *Hybrydowe źródła finansowania…*, s. 844–855.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

(np. wprowadzanie do majątku przedsiębiorstwa środków pochodzących z działalności nielegalnej), możliwość utraty przez wspólnika cichego wniesionego wkładu na skutek nieuczciwości lub nieudolności wspólnika jawnego i brak uprawnień wspólnika cichego do korzystania ze wzrostu majątku spółki.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

ROZDZIAŁ 12

FINANSOWANIE PROJEKTÓW INWESTYCYJNYCH TYPU *PROJECT FINANCE*

12.1. Pojęcie *project finance*

Project finance stanowi sposób finansowania dużych kapitałochłonnych projektów inwestycyjnych, a ostatnio także mniejszych przedsięwzięć w dziedzinie infrastruktury (autostrady, tunele, mosty), przemysłu (kopalnie, elektrownie, statki), transakcji fuzji i przejęć, transakcji w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego , a nawet projektów w zakresie kultury (np. produkcja filmów) i innych. W formie *project finance* bardzo często finansowane są duże przedsięwzięcia inwestycyjne realizowane w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego (PPP)[1]. Techniką *project finance* sfinansowano na

[1] PPP to przedsięwzięcia realizowane w oparciu o umowę długoterminową zawartą pomiędzy podmiotem publicznym a podmiotem prywatnym, której celem jest stworzenie składników infrastruktury umożliwiającej świadczenie usług o charakterze publicznym. Alternatywną w stosunku do *project finance* formą finansowania inwestycji realizowanych w ramach PPP jest finansowanie korporacyjne oparte na bilansie podmiotu finansowego. Szerzej zob. *Partnerstwo Publiczno Prywatne: od pomysłu do wyboru partnera prywatnego*, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 2014, www.paih.gov.pl/files/?id_plik=16912.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

świecie m.in. budowę Kanału Sueskiego, tunelu pod kanałem La Manche, rurociągu na Alasce i wielu długich mostów.

Obecnie finansowanie typu *project finance* stosowane jest zarówno w krajach rozwiniętych, jak i rozwijających się w ramach różnych struktur prawnofinansowych, np. *Built – Operate – Transfer* (BOT) (zbuduj – zarządzaj – przekaż) lub systemu partnerstwa publiczno-prywatnego (*Private Finance Initiative*) [2].

Charakterystyczną cechą finansowania typu *project finance* jest to, że źródłem spłaty długu i zwrotów z kapitałów własnych użytych do finansowania projektu są przepływy pieniężne generowane przez ten projekt. Natomiast podstawowym zabezpieczeniem spłaty kredytów zaciągniętych na realizację projektu jest majątek powstały w wyniku dokonanych inwestycji.

Kolejną cechą *project finance* jest pozabilansowy charakter długu użytego do realizacji przedsięwzięcia inwestycyjnego. Dług nie obciąża bowiem bilansów inicjatorów przedsięwzięcia, lecz wyłącznie spółkę celową (*Special Purpose Vehicle* – SPV), utworzoną do wykonania danego projektu. Spółka ta stanowi niezależny podmiot gospodarczy, który zawiera umowy z różnymi instytucjami niezbędne do zrealizowania projektu, a następnie czuwa nad ich wykonaniem. Udziałowcami SPV są inwestorzy i inne podmioty zainteresowane projektem, jak np. dostawcy materiałów i wykonawcy prac budowlanych w ramach projektu oraz operator wybudowanego obiektu. Instytucje rządowe lub samorządowe udzielają spółce celowej koncesji dającej jej wyłączne prawo do świadczenia przez określony czas usług przy użyciu obiektu powstałego w ramach projektu. Po upływie okresu określonego w koncesji obiekt infrastrukturalny lub przemysłowy, który w czasie obowiązywania koncesji należał do SPV, przechodzi na własność publiczną (organu koncesjonującego).

Wadą *project finance* są wysokie koszty przygotowania i realizacji całego przedsięwzięcia. Wiąże się to z uczestnictwem w projekcie wielu podmiotów, koniecznością przeprowadzenia odpowiednich analiz prawnych i finansowych i dużymi nakładami na koordynację działań podejmowanych przez poszczególnych uczestników projektu. Inną istotną wadą jest relatywnie wysokie ryzyko towarzyszące tego typu projektom, które przekłada się na

[2] K. Czerkas, *Project finance w polskiej praktyce. Zastosowanie w działalności developerskiej*, Twigger, Warszawa 2002, s. 55–56.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

wyższe oprocentowanie kredytów w porównaniu z klasycznymi metodami finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych.

12.2. Pozyskiwanie kapitału na inwestycje realizowane w ramach *project finance*

Pozyskiwanie źródeł finansowania jest kluczową kwestią w przedsięwzięciach typu *project finance*. Odpowiada za to spółka celowa. W ramach finansowania *project finance* wykorzystuje się trzy rodzaje kapitału:

- kapitał własny spółki specjalnego przeznaczenia,
- kredyty bankowe i środki pozyskane z emisji obligacji,
- dług podporządkowany, czyli finansowanie *mezzanine*.

Kapitał własny, którym są środki wniesione przez udziałowców do SPV, powinien wynosić przynajmniej 20% całkowitych nakładów inwestycyjnych na realizację planowanego przedsięwzięcia. Kapitał do spółki celowego przeznaczenia może być wniesiony w postaci gruntu, pokrycia kosztów projektów budowlanych, dokumentacji czy elementów wyposażenia. Kapitał własny w finansowaniu typu *project finance* odgrywa rolę czynnika zabezpieczającego należności dla dostarczycieli kapitałów obcych, wpływając na poziom ryzyka projektu. Z punktu widzenia pożyczkodawców udziały inwestorów w kapitale spółki celowej realizującej projekt „przywiązują" ich do projektu i im są one wyższe, tym większe jest prawdopodobieństwo, że projekt zakończy się sukcesem. Do pewnego stopnia substytutem kapitału własnego mogą być gwarancje udzielone przez wiarygodne podmioty gospodarcze lub agendy rządowe.

Największy udział w finansowaniu typu *project finance* mają kredyty bankowe. Tą drogą finansuje się z reguły 60% i więcej kosztów całego przedsięwzięcia inwestycyjnego. Najczęściej banki uruchamiają kredyty w sposób bezgotówkowy, przelewając środki na rachunki wystawców faktur realizujących daną inwestycję rzeczową. Kredyty uruchamiane są w transzach po spełnieniu rozlicznych warunków. Jednym z nich jest terminowa realizacja harmonogramu inwestycji.

Cechą charakterystyczną kredytów udzielanych na przedsięwzięcia inwestycyjne realizowane metodą *project finance* jest odroczenie spłaty długu

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

do momentu ukończenia inwestycji. Kredyty te są oprocentowane według zmiennej stopy procentowej, której wysokość uzależniona jest m.in. od ryzyka, jakim obciążony jest realizowany projekt.

Kredyty bankowe, w porównaniu z obligacjami stanowiącymi alternatywną formę długu, cechują się większą elastycznością w zakresie oprocentowania i terminów spłaty. Jest to szczególnie istotne w sytuacji, gdy rzeczywiste przepływy pieniężne generowane przez projekt odbiegają od wstępnych założeń. Jednakże okresy spłaty długu w przypadku kredytów bankowych są zazwyczaj krótsze, a oprocentowanie w porównywalnych okresach wyższe niż w przypadku obligacji.

Na rynku finansowym obserwuje się rosnącą konkurencję między bankami uniwersalnymi i innymi instytucjami finansowymi, takimi jak banki hipoteczne, firmy ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne, które również zainteresowane są dostarczaniem kapitału obcego na finansowanie inwestycji w ramach *project finance*. Ta grupa dawców kapitału operuje w długiej perspektywie czasowej – od 20 do 25 lat – i widzi w projektach realizowanych metodę *project finance* możliwość atrakcyjnego uzupełnienia portfela swoich inwestycji.

Trzecią kategorią kapitału wykorzystywaną w finansowaniu typu *project finance* jest finansowanie *mezzanine* (hybrydowe). Chodzi tutaj o dług podporządkowany w stosunku do długu głównego, tzn. wobec kredytów bankowych i zobowiązań z tytułu wyemitowanych obligacji. Dług podporządkowany charakteryzuje się zazwyczaj wyższym oprocentowaniem niż zwykły dług, udzielany jest na długi termin, jest niezabezpieczony i może być uznany przez dostarczycieli klasycznego kapitału obcego za kapitał własny (w przypadku bankructwa SPV roszczenia dostarczycieli kapitału podporządkowanego zaspokajane są bowiem dopiero po uregulowaniu zobowiązań wobec dawców zwykłego kapitału obcego).

Dostarczycielami długu podporządkowanego w praktyce są: dostawcy sprzętu i maszyn oraz użytkownicy zainteresowani realizacją projektu bądź agencje rządowe. Aby zachęcić kapitałodawców do powierzenia SPV kapitału podporządkowanego, oferuje się im, oprócz wyższych odsetek, dodatkowe korzyści w postaci:

- możliwości zamiany długu na akcje,
- opcji na zakup akcji nowej emisji (warrant),

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

- umożliwienia nabycia akcji po preferencyjnej cenie,
- dodatkowego wynagrodzenia uzależnionego od wysokości wypracowanego przez spółkę zysku[3].

Project finance jako sposób finansowania dużych przedsięwzięć inwestycyjnych stosowany jest od wielu lat w Polsce w sektorze energetycznym, ekologicznym, stoczniowym itp. Sztandarowym przykładem tego typu przedsięwzięcia w naszym kraju jest sfinansowany tą techniką odcinek budowy Autostrady Wielkopolskiej. Olbrzymie potrzeby w zakresie inwestycji infrastrukturalnych i możliwość wykorzystania środków pomocowych z Unii Europejskiej do realizacji projektów inwestycyjnych o dużym znaczeniu dla całej Unii stwarzają przesłanki dynamicznego rozwoju *project finance* w Polsce w najbliższych latach.

[3] R. Tuzimek, M. Wrzesiński, *Finansowanie przedsięwzięć inwestycyjnych typu project finance* [w:] *Finanse przedsiębiorstw wobec procesów globalizacji*, GAB, Gdańsk-Jurata 2003, s. 193–198.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

ROZDZIAŁ 13

KOSZTY POZYSKANIA I STRUKTURA KAPITAŁU W PRZEDSIĘBIORSTWIE

13.1. Koszt pozyskania kapitału

Angażowanie kapitału w procesy gospodarcze niezależnie od źródła jego pochodzenia wiąże się z koniecznością ponoszenia przez przedsiębiorstwo określonych kosztów. Kosztuje zarówno kapitał własny, jak i kapitał obcy. Błędne jest np. traktowanie kapitału własnego pochodzącego z wypracowanego w przedsiębiorstwie zysku, od którego nie płaci ono żadnych odsetek, jako darmowego źródła kapitału. W rzeczywistości przedsiębiorstwo, wykorzystując kapitał własny, ponosi tzw. *opportunity cost,* czyli koszt utraconych możliwości. Nie może bowiem już ulokować tych środków w banku i zarobić na odsetkach. Koszt kapitału, z którego korzysta przedsiębiorstwo, to oczekiwana przez inwestorów, jego właścicieli i wierzycieli stopa zwrotu z poszczególnych rodzajów kapitału finansujących przedsiębiorstwo. Uwzględnia się przy tym poziom ponoszonego ryzyka. Im ryzyko związane z powierzeniem kapitału danemu przedsiębiorstwu będzie wyższe, tym wyższej stopy zwrotu będą wymagać inwestorzy, tzn. większy będzie koszt pozyskania przez nie potrzebnego kapitału.

Z tego powodu, że koszt kapitału zasadniczo opiera się na bardzo niepewnej kategorii ekonomicznej, jaką jest oczekiwana stopa zwrotu, możliwe jest jedynie oszacowanie, a nie dokładne wyliczenie jego wysokości. Faktycznie

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

osiągana przez inwestorów stopa zwrotu zależy od rzeczywistej rentowności przedsiębiorstwa i sytuacji na rynku kapitałowym. Każde przedsiębiorstwo na rynku musi dążyć do tego, aby rentowność jego aktywów finansowanych powierzonym mu kapitałem była na tyle wysoka, że będzie ono w stanie spełnić oczekiwania swoich kapitałodawców[1].

Koszt kapitału zaangażowanego w przedsiębiorstwie zależy od źródeł jego pochodzenia oraz sposobu wykorzystania, a zatem koszt jego poszczególnych rodzajów: kapitału własnego, kapitału obcego, kapitału uprzywilejowanego jest różny. Przyjmuje on postać stopy procentowej liczonej jako stosunek rocznych wydatków poniesionych na poszczególne składniki kapitału do ich wartości rynkowej. Wykładnikiem całkowitego kosztu kapitału w przedsiębiorstwie jest średnia ważona oczekiwanych stóp zwrotu z poszczególnych części kapitału finansującego dane przedsiębiorstwo lub średni koszt każdej dodatkowej jednostki kapitału pozyskanej przez przedsiębiorstwo. W tym drugim przypadku chodzi o tzw. krańcowy koszt kapitału[2].

Średni ważony koszt kapitału (*Weighted Average Cost of Capital* – WACC) uwzględnia nie tylko koszt wszystkich składników kapitału pochodzących z różnych źródeł, ale również ich udział w całości kapitału zaangażowanego w przedsiębiorstwie, zatem zmienia się wraz ze zmianą struktury finansowania przedsiębiorstwa.

Koszt kapitału obcego (długu) zależy od wysokości jego oprocentowania, prowizji i kosztów manipulacyjnych związanych z jego pozyskaniem na rynku kapitałowym, ale pomniejszonych o efekt tzw. tarczy podatkowej, czyli zapłaconych odsetek od kredytów lub wyemitowanych obligacji oraz innych kosztów kapitału obcego zmniejszających podstawę obciążenia przedsiębiorstwa podatkiem dochodowym. Formalnie koszt kapitału obcego można wyrazić za pomocą następującego iloczynu:

1 A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, s. 67–68.

2 *Finanse małych i średnich firm. Innowacje, decyzje, procesy*, red. M. Dylewski, CeDeWu, Warszawa 2016, s. 48.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

$$k_o = r_d(1 - S_p) \tag{13.1}$$

gdzie:
k_o – koszt kapitału obcego,
r_d – oprocentowanie długu,
S_p – stopa podatku dochodowego.

Tarcza podatkowa nie zmniejsza jednak kosztu rzeczywistego długu w przedsiębiorstwach, które płacą podatek według karty podatkowej lub zdecydowały się na podatek w postaci ryczałtu od przychodów ewidencjonowanych. Korzyści podatkowe z tytułu odliczenia kosztów długu od podstawy opodatkowania powodują, że kapitał obcy (kredyty bankowe, emisja obligacji, leasing itp.) jest dla przedsiębiorstwa bardziej atrakcyjnym źródłem finansowania majątku niż kapitał własny. Nie należy jednak zapominać o tym, że finansowaniu długiem towarzyszy ryzyko finansowe, czyli niebezpieczeństwo wpadnięcia w pułapkę zadłużeniową. Ryzyko to rośnie wraz ze zwiększaniem się udziału długu w pasywach przedsiębiorstwa.

Oszacowanie **kosztu kapitału własnego** (akcyjnego, udziałowego) jest znacznie trudniejsze, ponieważ opiera się na niepewnych elementach, jakimi są dywidenda i wzrost wartości kapitału zainwestowanego przez właścicieli przedsiębiorstwa. Koszt kapitału własnego zależy od oczekiwanej przez właścicieli stopy zwrotu od inwestycji, przy uwzględnieniu ponoszonego przez nich ryzyka operacyjnego i finansowego związanego z działalnością finansowanej firmy oraz realizacją konkretnego projektu. Ponadto biorą oni pod uwagę korzyści z istniejących na rynku alternatywnych możliwości inwestowania swojego kapitału. Właściciele przedsiębiorstwa ponoszą większe ryzyko niż ci, którzy wnoszą kapitał obcy (wierzyciele) i w związku z tym oczekują wyższego wynagrodzenia za powierzenie firmie swojego kapitału. W przypadku akcjonariuszy na oczekiwany przez nich dochód składają się wypłacane im przez emitenta w okresie posiadania akcji dywidendy i zysk kapitałowy lub strata, wynikające z różnicy między ceną sprzedaży a ceną zakupu akcji. Dochód akcjonariuszy jest jednocześnie kosztem kapitału własnego dla przedsiębiorstwa.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Generalnie koszt kapitału własnego dla firmy z przedstawionych wyżej powodów jest wyższy od kosztu kapitału obcego. Ponadto żadnych kosztów kapitału własnego przedsiębiorstwo nie może odliczyć od podstawy opodatkowania, co również podraża relatywnie ten rodzaj kapitału.

W spółce akcyjnej kapitał własny może składać się z trzech rodzajów: kapitału uprzywilejowanego, kapitału zwykłego i zatrzymanego zysku. Akcje uprzywilejowane z reguły mają charakter imienny i nie są przedmiotem obrotu publicznego. Ich wartość rynkowa jest szacowana, a jedynie w przypadku nowej emisji może być dokładnie określona. Charakterystyczną cechą akcji uprzywilejowanych jest stała dywidenda lub procentowo ustalona wielkość dywidendy w stosunku do nominalnej wielkości akcji, co zapisane jest w statucie spółki. Płatność dywidendy następuje więc niezależnie od wartości rynkowej akcji, czyli bez względu na osiągane przez spółkę akcyjną wyniki i kształtowanie się jej wartości na rynku. Sprawia to, że koszt kapitału akcyjnego uprzywilejowanego jest w miarę stabilny w długim okresie i w niewielkim stopniu zależy od kondycji finansowej przedsiębiorstwa oraz sytuacji na rynku kapitałowym.

Koszt kapitału uprzywilejowanego jest funkcją wysokości płaconej akcjonariuszom dywidendy. Można go obliczyć na podstawie modelu Gordona:

$$k_u = \frac{D_u}{P_n} \times 100\% \tag{13.2}$$

gdzie:
k_u – koszt kapitału akcyjnego uprzywilejowanego,
D_u – roczna dywidenda przypadająca na jedną akcję uprzywilejowaną,
P_n – cena netto uzyskiwana ze sprzedaży akcji, czyli cena emisyjna pomniejszona o koszty emisji i sprzedaży akcji.

Przykład 1

Jeżeli spółka będzie stale wypłacać 10 zł dywidendy na 1 akcję uprzywilejowaną, którą sprzedała za 80 zł, a koszty emisji w przeliczeniu na 1 akcję wyniosły 1 zł, to koszt kapitału akcyjnego uprzywilejowanego wyniesie:

$$k_u = \frac{10 \text{ zł}}{80 \text{ zł} - 1 \text{ zł}} \times 100\% = 12{,}66\%$$

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Natomiast koszt kapitału akcyjnego zwykłego wyznacza się według modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (model Gordona) lub można zastosować model CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), czyli model wyceny aktywów kapitałowych. Zgodnie z modelem Gordona koszt kapitału akcyjnego zwykłego wynosi:

$$k_z = \frac{D_z}{P_o} \times 100\% + g \tag{13.3}$$

gdzie:
k_z – koszt kapitału akcyjnego zwykłego,
D_z – oczekiwana dywidenda roczna,
P_o – rynkowa cena akcji, która jest równa bieżącej wartości przyszłego strumienia dywidend,
g – oczekiwana stała stopa wzrostu dywidendy.

Koszt kapitału pochodzącego z zysków zatrzymanych w przedsiębiorstwie, podobnie zresztą jak innych składników kapitału własnego, można oszacować na podstawie modelu CAPM, do czego potrzebna jest znajomość stopy zwrotu z aktywów wolnych od ryzyka, np. stopy zwrotu z bonów skarbowych (R_F), stopy dochodu z portfela rynkowego, czyli z akcji przeciętnych o przeciętnej rentowności (R_M) oraz współczynnika beta dla akcji rozpatrywanej spółki[3]:

$$k_e = R_F + \beta\underbrace{(R_M - R_F)}_{\substack{\text{przeciętna rynkowa} \\ \text{premia za ryzyko}}} \tag{13.4}$$

gdzie:
k_e – koszt kapitału własnego (zysków zatrzymanych w przedsiębiorstwie).

[3] Współczynnik β jest miarą ryzyka systematycznego obciążającego dany walor w stosunku do pakietu rynkowego (waloru przeciętnego). $\beta > 1$ oznacza, że akcje danej spółki są obarczone wyższym ryzykiem w porównaniu z ryzykiem pakietu rynkowego. Żądane stopy dochodu powinny być dla tych akcji wyższe niż oczekiwana stopa dochodu pakietu rynkowego. Natomiast $\beta < 1$ oznacza, że akcje danej spółki są obciążone mniejszym ryzykiem, tzn. ich kursy zmieniają się wolniej niż cena portfela rynkowego, a więc żądane stopy dochodu powinny być niższe niż oczekiwana stopa dochodu pakietu rynkowego.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Przykład 2
Jeżeli stopa zysku z aktywów wolnych od ryzyka (R_F) wynosi 7%, stopa zwrotu z portfela rynkowego 10%, a współczynnik ß=1,4, to koszt kapitału jest równy:
$k_e = 7\% + 1{,}4 \times (10\% - 7\%) = 7\% + 4{,}2\% = 11{,}2\%$.

Średni ważony koszt kapitału (WACC)

Znając udział poszczególnych składników kapitału w przedsiębiorstwie w ogólnym finansowaniu jego działalności, czyli ich wagi, oraz koszt każdego z tych składników, można określić średni ważony koszt kapitału według następującego wzrostu:

$$\text{WACC} = w_1 \times k_d + w_2 \times k_z + w_3 \times k_u \tag{13.5}$$

gdzie:
w_1, w_2, w_3 – wagi odpowiednio kapitału obcego, kapitału zwykłego i kapitału uprzywilejowanego,
k_d – koszt kapitału obcego po uwzględnieniu korzyści podatkowych,
k_u – koszt kapitału uprzywilejowanego,
k_z – koszt kapitału zwykłego.

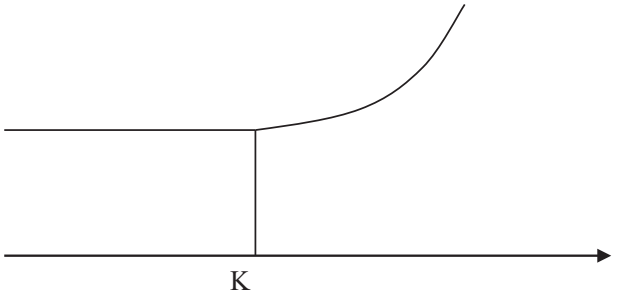
Wagi poszczególnych składników kapitału powinny być wyrażone według ich wartości rynkowej, ponieważ wartości rynkowe lepiej niż wartości księgowe odzwierciedlają aktualną wartość rynkową przedsiębiorstwa i ryzyko finansowe, na jakie jest ono narażone. Oczywiście łatwiej jest obliczyć je według wartości księgowej, przy czym można posłużyć się danymi z bilansu przedsiębiorstwa.

Przykład 3
Jeżeli oprocentowanie kapitału obcego wynosi 14%, stawka podatku dochodowego 19%, koszt kapitału akcyjnego uprzywilejowanego 15%, koszt kapitału akcyjnego zwykłego 18%, a udziały kapitału obcego, kapitału uprzywilejowanego i kapitału zwykłego w całym finansowaniu firmy wynoszą odpowiednio: 40%, 15% i 45%, to średni ważony koszt kapitału (WACC) w tej firmie wyniesie:
$\text{WACC} = 0{,}40 \times 14\% (1 - 0{,}19) + 0{,}15 \times 15\% + 0{,}45 \times 18\% = 14{,}89\%$.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Średni ważony koszt kapitału w przedsiębiorstwie zmienia się wraz ze zmianą struktury zainwestowanych środków i zmianą kosztu poszczególnych składników. Wraz z rozwojem przedsiębiorstwa zwiększa się zapotrzebowanie na kapitał, co z reguły pociąga za sobą wzrost kosztów kapitału w związku ze zwiększeniem się ryzyka finansowego, oznacza to, że krańcowy koszt kapitału w tym przedsiębiorstwie (*Marginal Cost of Capital* – MCC) będzie wzrastał.

Krańcowy koszt kapitału informuje, jaki jest koszt pozyskania przez przedsiębiorstwo dodatkowych jednostek kapitału. Jeżeli firma emituje np. dodatkowe papiery wartościowe (akcje, obligacje), to w pewnym momencie na skutek zwiększenia ich podaży ceny zaczną spadać, co będzie równoznaczne ze zwiększeniem kosztów kapitału. Zatem po przekroczeniu pewnego punktu krytycznego pozyskanie każdej dodatkowej jednostki kapitału będzie wymagało poniesienia większych kosztów na ten cel, wzrośnie więc średni ważony koszt kapitału firmy. Zakładając, że koszt ten wzrasta w sposób ciągły, krzywą krańcowego kosztu kapitału można przedstawić jako linię ciągłą wznoszącą się ku górze po przekroczeniu punktu krytycznego (zob. rys. 13.1).



Rysunek 13.1. Kształtowanie się krańcowego kosztu kapitału w przedsiębiorstwie
Źródło: J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa. Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 85.

Punkt krytyczny, po przekroczeniu którego wzrasta WACC, wyznaczony jest przez następujące czynniki:

- wielkość reinwestowanych w przedsiębiorstwie zysków oraz udział kapitału własnego w strukturze pasywów przedsiębiorstwa,

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

- wielkość długu możliwego do uzyskania według dotychczasowego kosztu oraz udział długu w strukturze pasywów firmy.

Koszt kapitału przedsiębiorstwa, którego wykładnikiem jest średni ważony koszt kapitału (WACC) lub krańcowy koszt kapitału (MCC), jest jedną z najważniejszych kategorii ekonomicznych o dużym znaczeniu praktycznym zarówno dla kapitałodawców, jak i kapitałobiorców:

- może być utożsamiany ze stopą dyskontową, która służy do dyskontowania (obliczania aktualnej wartości) przychodów generowanych przez przedsiębiorstwo i szacowania na tej podstawie jego wartości oraz wartości różnych instrumentów finansowych (np. obligacji i akcji),
- służy do oceny projektów inwestycyjnych – powinny być akceptowane jedynie te projekty, które wykazują **wewnętrzną stopę zwrotu**[4] wyższą od średniego kosztu kapitału,
- znajomość kosztu kapitału przydatna jest przy podejmowaniu decyzji strategicznych, dotyczących połączenia się przedsiębiorstwa z inną firmą czy wykupu drugiego przedsiębiorstwa,
- średni koszt kapitału przedsiębiorstwa uwzględnia ryzyko, jakim obarczona jest jego działalność, co biorą pod uwagę inwestorzy przed zdecydowaniem się na zainwestowanie w przedsiębiorstwo swoich zasobów finansowych[5].

13.2. Wpływ struktury kapitału na wzrost wartości przedsiębiorstwa

Przedsiębiorstwa mogą finansować się z różnych źródeł. Opieranie się na kapitale własnym jako źródle finansowania majątku jest dla firmy bardziej bezpieczne (obciążone mniejszym ryzykiem) niż bazowanie na kapitale obcym. Jednocześnie koszt kapitału obcego jest niższy od kosztu kapitału własnego. W związku z tym powstaje problem określenia optymalnej struktury kapitału, czyli właściwych relacji między kapitałami własnymi i kapitałami obcymi

[4] Wewnętrzna stopa zwrotu (*internal rate of return* – IRR) jest taką stopą dyskontową, dla której wartość zaktualizowana netto projektu inwestycyjnego jest równa zeru. Jest ona zatem minimalną (graniczną) wymaganą stopą zwrotu z inwestycji.

[5] W. Dębski, *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania*…, s. 397–398.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

wykorzystywanymi przez przedsiębiorstwo. Optymalna struktura kapitału przedsiębiorstwa to taka kombinacja kapitału obcego i kapitału własnego, przy której przedsiębiorstwo osiąga maksymalną wartość rynkową.

Kształtowanie struktury kapitałowej przedsiębiorstwa ma na celu, oprócz maksymalizacji jego wartości rynkowej, także:

- zachowanie płynności finansowej i wiarygodności kredytowej przedsiębiorstwa jako podmiotu posiadającego określony potencjał rozwojowy,
- minimalizację kosztów finansowania zarówno jego bieżącej działalności, jak i dalszego rozwoju,
- maksymalizację rentowności kapitału własnego (wskaźnika ROE)[6] poprzez korzystanie z kapitałów obcych, czyli stosowanie w przedsiębiorstwie dźwigni finansowej.

Teorie struktury kapitału przedsiębiorstwa[7] nie udzielają jednoznacznej odpowiedzi, jaka powinna być optymalna struktura kapitału obcego i kapitału własnego w przedsiębiorstwie przy danym zapotrzebowaniu na kapitał. Według tradycyjnego poglądu na strukturę kapitału wzrost udziału w strukturze pasywów firmy długu, który jest tańszy od kapitału własnego, prowadzi do obniżenia średniego ważonego kosztu kapitału (WACC). Oczekiwany strumień dochodów pieniężnych dyskontowany jest wówczas za pomocą niższej stopy dyskontowej, co powoduje wzrost wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Jednakże po przekroczeniu pewnej granicy zadłużenia firmy wzrasta ryzyko dawców kapitału własnego i w związku z tym domagają się oni wyższej stopy zwrotu od zainwestowanych środków. Wierzyciele również uznają dalsze udzielanie kredytów firmie za bardziej ryzykowne i zaczną domagać się wyższego oprocentowania, co spowoduje wzrost średniego ważonego kosztu kapitału, a w konsekwencji spadek wartości rynkowej przedsiębiorstwa.

Powyższy pogląd został zakwestionowany w 1958 r. przez Franco Modiglianiego i Mertona Millera w słynnym artykule *Koszt kapitału, finanse*

[6] ROE – rentowność kapitału własnego (*return of equity*), obliczana jako iloraz zysku netto i wielkości kapitału własnego, wyrażona w procentach.

[7] M. Jerzemowska, *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

przedsiębiorstwa i teoria inwestycji[8], który okazał się przełomowy dla współczesnej teorii finansów przedsiębiorstwa. Stwierdzili oni, że w warunkach doskonałego rynku kapitałowego i braku podatków w gospodarce wartość rynkowa firmy jest niezależna od struktury jej kapitału, gdyż wszelkie różnice w wartości rynkowej wywołane zróżnicowaniem struktury kapitału są skutecznie eliminowane przez arbitraż (teoria nieistotności struktury kapitału Modiglianiego i Millera).

W 1963 r. Modigliani i Miller zmodyfikowali swój model, wprowadzając do niego podatek dochodowy od firm i zmniejszające ten podatek odsetki od długu (tarcza podatkowa)[9]. Udowodnili, że wartość firmy jest funkcją struktury jej kapitału i wzrasta wraz ze wzrostem udziału długu w funduszach firmy. Wprawdzie koszt kapitału własnego wzrasta wraz ze zwiększaniem się długu w finansowaniu przedsiębiorstwa, jednak wzrost ten jest słaby, a zatem ogólny koszt kapitału (WACC) zmniejsza się wraz ze wzrostem zadłużenia, co prowadzi do wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Teoretycznie firma osiągnie maksymalną wartość, gdy udział długu w strukturze kapitału wyniesie 100%. Byłoby to jednak równoznaczne z olbrzymim wzrostem ryzyka finansowego.

Modigliani i Miller, badając wpływ struktury kapitału na wartość rynkową przedsiębiorstwa, pominęli ryzyko niewypłacalności firm korzystających z długu i związane z tym koszty trudności finansowych (koszty bankructwa), które zmniejszają wartość rynkową przedsiębiorstwa. Wartość przedsiębiorstwa w praktyce rośnie wraz ze wzrostem długu w jego pasywach do momentu, w którym przyrost wartości z tytułu korzyści podatkowych zostanie zrównoważony, a nawet przekroczony przez koszty trudności finansowych związanych z ryzykiem bankructwa. Dalszy wzrost długu spowodowałby spadek wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Optymalną strukturę kapitałów określa punkt, w którym wartość oczekiwanych kosztów trudności finansowych jest równa skapitalizowanej kwocie oszczędności podatkowych.

---

8 F. Modigliani, M. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theary of Investment*, „American Economic Review" 1985, No. 3.

9 F. Modigliani, M. Miller, *Corporate Income, Taxes and the Cost of Capital. A. Correction*, „American Economic Review" 1963, No. 53.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Koszty trudności finansowych (bankructwa) obejmują następujące rodzaje kosztów:

- bezpośrednie koszty bankructwa, na które składają się koszty administracyjne postępowania upadłościowego, koszty doradztwa prawnego, wynagrodzenie syndyka, koszty wyprzedaży majątku likwidowanej firmy – dotyczą one firm, które z powodu nadmiernego zadłużenia upadły,
- pośrednie koszty bankructwa, które obejmują koszty działań podejmowanych przez zarząd w celu niedopuszczenia do utraty płynności finansowej: wyprzedaż niektórych składników majątku firmy po zaniżonych cenach, zaniechanie realizacji z powodu braku środków finansowych projektów inwestycyjnych, co pogarsza perspektywy rozwojowe firmy i obniża jej wartość rynkową, obniżenie cen na oferowane towary w celu szybkiego wzrostu sprzedaży, podwyższone koszty oprocentowania kredytów mające bankom zrekompensować wzrost ryzyka kredytowego itp.,
- inne koszty trudności finansowych, w tym koszty agencji (przedstawicielstwa). Powstają one wtedy, gdy właściciel przedsiębiorstwa (pryncypał) zleca zarządzającemu (agentowi) prowadzenie firmy w jego zastępstwie. W sytuacji narastających trudności finansowych firmy agent bardziej dba o interesy jej wierzycieli niż właścicieli, aby nie dopuścić do bankructwa firmy, co oznaczałoby równocześnie dla niego utratę stanowiska pracy. W związku z tym właściciele ponoszą koszty nadzorowania pracy zarządu oraz motywowania kadry kierowniczej do działania zgodnego z interesem właścicieli firmy[10].

Uwzględniając korzyści podatkowe z finansowania się firmy długiem i związane z tym koszty trudności finansowych, można przedstawić następujący wzór na wartość rynkową przedsiębiorstwa korzystającego z długu:

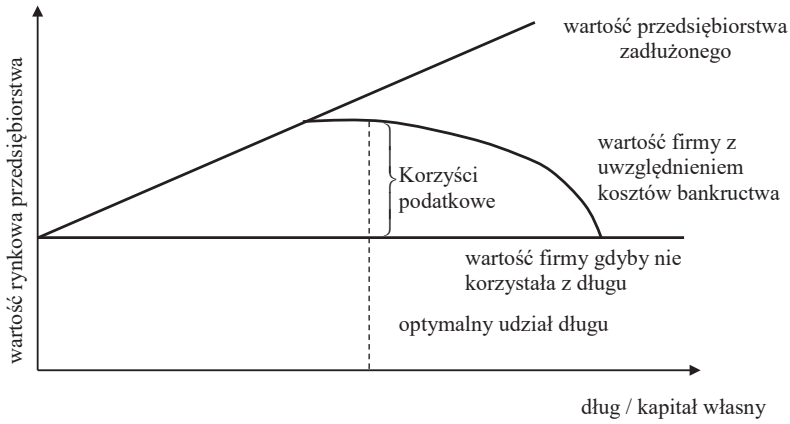
$$V = V_o + PV \text{ (korzyści podatkowe)} - PF \text{ (koszty trudności finansowych)} \quad (13.6)$$

gdzie:
V – wartość rynkowa firmy zadłużonej,
V_o – wartość rynkowa firmy bez uwzględnienia długu,
PV (korzyści podatkowe) – aktualna wartość korzyści podatkowych,
PF (koszty trudności finansowych) – aktualna wartość trudności finansowych.

[10] A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, s. 121–124; J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*…, s. 102–103.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Graficznie powyższe relacje zostały przedstawione na rysunku 13.2.


wartość przedsiębiorstwa zadłużonego
wartość firmy z uwzględnieniem kosztów bankructwa
Korzyści podatkowe
wartość firmy gdyby nie korzystała z długu
optymalny udział długu
wartość rynkowa przedsiębiorstwa
dług / kapitał własny

Rysunek 13.2. Wpływ długu na wartość rynkową przedsiębiorstw
Źródło: J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa…*, s. 103.

13.3. Struktura kapitału a rentowność kapitałów własnych zainwestowanych w przedsiębiorstwie

Przedsiębiorstwo wykorzystujące kapitał obcy do finansowania działalności operacyjnej i rozwojowej może istotnie zwiększyć rentowność kapitału własnego. Stosowanie tańszego kapitału obcego w celu podniesienia zyskowności kapitału własnego nazywa się w biznesie dźwignią finansową.

Dźwignia oznacza użycie kosztu stałego do wzrostu zyskowności. W przypadku dźwigni operacyjnej chodzi o użycie stałych kosztów operacyjnych, a w przypadku dźwigni finansowej o użycie stałych kosztów finansowych (odsetek od długu zmniejszających podstawę opodatkowania) do podniesienia rentowności kapitału własnego. Rentowność kapitału własnego możemy określić za pomocą wskaźnika ROE (*return on equity*)

$$\text{ROE} = \frac{\text{zysk netto}}{\text{kapitał własny}} \times 100\% \qquad (13.7)$$

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

lub za pomocą zysku przypadającego na 1 akcję EPS (*earnings per share*)

$$EPS = \frac{\text{zysk netto}}{\text{liczba wyemitowanych akcji}} \times 100\% \qquad (13.8)$$

Efekt dźwigni finansowej może być:

- dodatni, gdy dźwignia przyczynia się do wzrostu ROE lub EPS, lub
- ujemny, gdy powoduje spadek rentowności kapitału własnego zainwestowanego w przedsiębiorstwie.

Uzyskanie dodatniego efektu dźwigni uzależnione jest od spełnienia dwóch podstawowych warunków:

- rentowność całego kapitału przedsiębiorstwa – liczona na bazie zysku przed opodatkowaniem z uwzględnieniem kosztów finansowych (*earnings before interest and taxes* – EBIT) – musi być wyższa od stopy oprocentowania kapitału obcego,
- musi być zachowana właściwa struktura kapitału (rosnące zadłużenie osłabia efekt dźwigni lub może doprowadzić do jego zniknięcia).

W celu zilustrowania zjawiska dźwigni finansowej porównajmy dwa przedsiębiorstwa: firmę A w całości finansowaną kapitałem własnym w wysokości 500 tys. zł i firmę B finansowaną kapitałem własnym w wysokości 200 tys. zł oraz kredytem bankowym w wysokości 300 tys. zł oprocentowanym 15% w skali roku. EBIT w obu wariantach wynosi 160 tys. zł, a stopa podatku dochodowego 20% (por. tab. 13.1).

Tabela 13.1. Kształtowanie się rentowności kapitału własnego

Wyszczególnienie	Przedsiębiorstwo A	Przedsiębiorstwo B
EBIT	150	150
Odsetki od kredytu bankowego	–	45
Zysk do opodatkowania	150	105
Podatek dochodowy	30	21
Zysk netto	120	84
ROE	24%	42%

Źródło: Opracowanie własne.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Przedsiębiorstwo B, które w 60% finansuje się długiem, uzyskuje znacznie wyższą rentowność (ROE) niż przedsiębiorstwo A niekorzystające z długu.

Dynamiczną miarą dźwigni finansowej jest stopień dźwigni finansowej DFL (*degree of financial leverage*).

$$\text{DFL} = \frac{\text{przyrost w \% rentowności kapitału własnego (tempo)}}{\text{przyrost w \% zysku przed zapłaceniem odsetek i podatku (tempo)}} \quad (13.8)$$

Dynamiczne ujęcie efektu dźwigni finansowej pozwala ocenić, jaką zmianę rentowności kapitału własnego wywoła zwiększenie EBIT o określony procent[11].

Korzyści w postaci zwiększenia rentowności kapitału własnego na skutek działania dźwigni finansowej są potencjalnie tym większe, im wyższa jest relacja długu do kapitału własnego (D/E). Wzrost relacji D/E (nazywanej wskaźnikiem dźwigni finansowej) oznacza równocześnie wzrost ryzyka finansowego, które w skrajnym wypadku może być przyczyną bankructwa firmy. Wyższy poziom rentowności kapitału własnego jest więc swego rodzaju rekompensatą dla dawców kapitału własnego za wzrost ponoszonego przez nich ryzyka finansowego.

13.4. Praktyczne aspekty kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie

W praktyce korzystanie przez przedsiębiorstwo z poszczególnych form finansowania i struktura jego kapitału zależą od wielu czynników, spośród których najważniejsza jest dostępność do określonych rodzajów finansowania, wynikająca z okoliczności zależnych i niezależnych od przedsiębiorstwa. Na poziom i strukturę kapitału własnego w przedsiębiorstwie wpływają takie czynniki, jak: forma prawna przedsiębiorstwa, forma opodatkowania firmy, profil działalności, poziom sprzedaży i dochodów, polityka właścicieli w zakresie podziału nadwyżki finansowej i dostęp do poszczególnych instrumentów finansowych, uwarunkowany m.in. stopniem rozwoju rynku

[11] M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 255–264.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

finansowego w danym kraju. Natomiast pozyskanie kapitału obcego zależy przede wszystkim od jego kosztu, rodzaju prowadzonej działalności i związanego z tym ryzyka, wielkości przedsiębiorstwa, jego reputacji na rynku i możliwości zabezpieczenia długu posiadanym majątkiem. Niewątpliwie duże przedsiębiorstwa mają większe możliwości pozyskania kapitału na rynku finansowym niż małe. Mogą one korzystać z kredytów i pożyczek od instytucji zagranicznych oraz pozyskiwać kapitał z emisji papierów wartościowych na rynku kapitałowym. Zadaniem Jana Czekaja i Zbigniewa Dreslera na strukturę kapitału poszczególnych przedsiębiorstw wpływają następujące praktyczne czynniki:

- stabilność sprzedaży – firmy o stabilnej sprzedaży mogą być w większym stopniu zadłużone, gdyż ich przychody ze sprzedaży stanowią przesłankę wywiązywania się z płatności na rzecz kapitałodawców;
- struktura aktywów firmy – firmy posiadające majątek, który może być wykorzystany jako zabezpieczenie uzyskanych kredytów, mogą w większym stopniu korzystać z kapitału obcego;
- dynamika wzrostu firmy – firmy szybko rozwijające się finansują się w stosunkowo dużym stopniu długiem, ponieważ zatrzymane w przedsiębiorstwie zyski nie wystarczają do sfinansowania niezbędnych inwestycji;
- rentowność produkcji – firmy wykazujące wysoką rentowność produkcji z reguły są firmami mniej zadłużonymi, ponieważ mogą finansować swoje projekty inwestycyjne na zasadzie samofinansowania się;
- sprawowanie kontroli nad firmą – jeżeli grupa akcjonariuszy kontrolująca spółkę obawia się, że emisja nowych akcji może ten układ zmienić, spółka będzie preferować pozyskiwanie ze źródeł zewnętrznych kapitału obcego, a nie kapitału własnego.
- stanowisko kierownictwa firmy – osoby o konserwatywnym podejściu do finansowania przedsiębiorstwa dążą do ograniczenia udziału długu w strukturze źródeł finansowania firmy, którą kierują;
- sytuacja wewnątrz firmy – przedsiębiorstwo dysponujące nową technologią, która w przyszłości może zapewnić mu duże sukcesy, będzie preferowało finansowanie inwestycji emisją obligacji a nie akcji, aby nie

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

dzielić się z nowymi akcjonariuszami korzyściami, które spodziewa się uzyskać[12].

W praktyce zarządzania finansami przedsiębiorstw wykształciły się dwie reguły finansowania albo zasady kształtowania struktury kapitału, których przestrzeganie ułatwia utrzymywanie płynności finansowej w długim okresie: złota reguła finansowania i złota reguła bilansowa[13].

Zgodnie ze **złotą regułą finansowania** w przedsiębiorstwie powinna być zachowana zgodność czasowa między okresem użytkowania określonych składników majątkowych w przedsiębiorstwie i okresem, w jakim kapitał je finansujący pozostaje do dyspozycji przedsiębiorstwa. Innymi słowy, chodzi o to, aby przedsiębiorstwo mogło korzystać z kapitału finansującego poszczególne składniki aktywów przez okres nie krótszy niż wynosi okres ich użytkowania. Zatem majątek trwały przedsiębiorstwa powinien być finansowany kapitałem długookresowym, którym jest kapitał własny i udostępniony przedsiębiorstwu na długi okres kapitał obcy. Natomiast środki obrotowe mogą być finansowane kapitałem krótkoterminowym. Matematycznie złotą regułę finansowania można zapisać w następujący sposób:

$$\frac{\text{kapitał długoterminowy}}{\text{majątek trwały}} \geq 1 \qquad (13.10)$$

$$\frac{\text{kapitał krótkoterminowy}}{\text{majątek obrotowy}} \leq 1 \qquad (13.11)$$

Zgodnie zaś ze **złotą regułą bilansową** trwałe składniki aktywów powinny być zasadniczo finansowane kapitałem własnym albo kapitałem własnym i częściowo stałym kapitałem obcym. Majątek trwały charakteryzuje się bowiem niskim tempem zamiany na gotówkę i dlatego powinien być finansowany stabilnym kapitałem, którym jest przede wszystkim kapitał własny.

Oprócz dwóch powyższych reguł dotyczących poziomej struktury kapitałowo-majątkowej przedsiębiorstwa istnieje jedna reguła odnosząca się

[12] J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa…*, s. 106–108.

[13] K. Olfert, *Finanzierung*, Kiehl Verlag, Ludwigshafen 1992, s. 46.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

do pionowej struktury kapitału, czyli tylko do struktury pasywów przedsiębiorstwa. Zgodnie z nią nie należy zadłużać przedsiębiorstwa ponad wartość jego kapitałów własnych, bowiem w przeciwnym razie może wpaść w pułapkę zadłużeniową. Zatem powinna być zachowana następująca relacja:

$$\frac{\text{kapitał własny}}{\text{majątek trwały}} \geq 1 \tag{13.12}$$

Krytycy tej reguły zwracają uwagę na to, że nie pozwala ona wykorzystać w pełni kapitału obcego dla szybszego rozwoju przedsiębiorstwa i poprawy rentowności jego funduszy własnych.

Przestrzeganie powyższych reguł finansowania niewątpliwie zmniejsza ryzyko wystąpienia trudności płatniczych, ale nie jest wystarczające dla stworzenia optymalnej struktury kapitału w przedsiębiorstwie.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

BIBLIOGRAFIA

Antkiewicz S., *Papiery wartościowe na rynku pieniężnym i kapitałowym*, CeDeWu, Warszawa 2014.

Antkiewicz S., *Polski rynek obligacji i innych papierów wartościowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2011.

Bankowa obsługa firmy. Rachunki, rozliczenia pieniężne, kredyty inwestycyjne, red. R. Szewczyk, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002.

Bednarczyk T.H., *Instrumenty wspierania eksportu. Kredyty i ubezpieczenia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.

Bednarski L., *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 1997.

Bednarski L., Borowiecki R., Duraj J., Kurtys E., Waśniewski T., Wersty B., *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 1996.

Bednarz J., *Istotne bariery w dostępie mikro, małych i średnich przedsiębiorstw do finansowania zewnętrznego w Polsce* [w:] *Wpływ integracji europejskiej w obszarze rynków finansowych na dostępność sektora MSP do finansowania zewnętrznego*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową i Fundacja Konrada Adenauera w Polsce, Gdańsk 2015.

Bednarz J., Gostomski E., *Pozyskiwanie kapitału na działalność gospodarczą na rynkach zagranicznych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2008.

Bielawska A., *Finanse przedsiębiorstw. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2000.

Bień W., *Rynek papierów wartościowych*, Difin, Warszawa 1999.

Bień W., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2007.

Brealey R.A., Myers S.C., *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, t. 1, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.

Brzozowska K., *Business Angels na rynku kapitałowym*, CeDeWu, Warszawa 2008.

Buchner-Jeziorska A., *Gospodarka nieformalna w Polsce w latach 90-tych* [w:] *Socjologia gospodarki. Rynek, instytucje, zarządzani*e, red. K. Konecki i in., Wydawnictwo Naukowe Wyższej Szkoły Kupieckiej, Łódź 2002.

Büter C., *Aussenhandel. Grundlagen internationaler Handelsbeziehungen*, Springer Gabler, Berlin Heidelberg 2013.

Chynał H., *Kredyty bankowe i inne formy finansowania, poradnik dla małych i średnich firm*, Difin, Warszawa 2011.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Cicirko T., Karmańska A., Russel P., *Determinanty rozwoju transakcji leasingowych w Polsce*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2014.
Czarecki J., *Faktoring jako instrument finansowania działalności MSP*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa. Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
Czerkas K., *Project finance w polskiej praktyce. Zastosowanie w działalności developerskiej*, Twigger, Warszawa 2002.
Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.
Dębski W., *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
Dobija M., *Rachunkowość zarządcza i controlling*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997.
Dobosiewicz Z., *Bankowość*, PWE, Warszawa 2011.
Dobosiewicz Z., *Kredyty i gwarancje bankowe*, PWE, Warszawa 2007.
Dobosiewicz Z., *Podstawy bankowości*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
Dominiak P., *Sektor MSP we współczesnej gospodarce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
Dylewski M., *Klasyczne podejście do finansowania działalności sektora MŚP* [w:] *Finanse małych i średnich firm. Innowacje, decyzje, procesy*, red. M. Dylewski, CeDeWu, Warszawa 2016.
Dylewski M., *Problemy rozwoju małych i średnich firm* [w:] *Finanse małych i średnich firm. Innowacje, decyzje, procesy*, red. M. Dylewski, CeDeWu, Warszawa 2016.
Felis P., *Faktoring – krótkoterminowe finansowanie przedsiębiorstw*, „Bank i Kredyt" 1997, nr 11.
Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy, red. M. Wypych, Absolwent, Łódź 1999.
Finanse małych i średnich firm. Innowacje, decyzje, procesy, red. M. Dylewski, CeDeWu, Warszawa 2016.
Fundusze europejskie w Polsce, „Biuletyn Informacyjny" 2016, nr 40.
Gajewski M., Kiliański T., Szczucki J., *Zasady organizacji i funkcjonowania poręczeń kredytowych*, KSFP, Nidzica 2000.
Gigol K., *Opłacalność działalności kredytowej banku*, Twigger, Warszawa 2000.
Golawska-Witkowska G., Rzeczycka A., *Faktoring jako narzędzie zarządzania płynnością przedsiębiorstwa*, Politechnika Gdańska, Wydział Zarządzania i Ekonomii, Gdańsk 2013.
Golawska-Witkowska G., Mazurek-Krasodomska E., Rzeczycka A., *Kredyt kupiecki a zatory płatnicze*, „Pieniądze i Więź" 2016, nr 3.
Gostomski E., *Covenants jako instrumenty ograniczania ryzyka kredytowego* [w:] *Globalizacja w gospodarce światowej*, Instytut Handlu Zagranicznego, Sopot 2002.
Gostomski E., *Dopłaty do oprocentowania kredytów eksportowych o stałych stopach procentowych jako instrument wspierania eksportu* [w:] *Internacjonalizacja i globalizacja przedsiębiorstwa*

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

i gospodarki, t. 1, red. J. Rymarczyk, W. Michalczyk, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2002.
Gostomski E., Fiedziuk L., Śliwińska M., *Przewodnik bankiera. Vademecum wiedzy o bankowości*, BODiE, Poznań 2013.
Grzywacz J., Burżacka-Majcher M., *Leasing w przedsiębiorstwie*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2007.
Grzywacz J., *Faktoring*, Difin, Warszawa 2005.
Grzywacz J., *Podstawy bankowości. System bankowy, kredyty i rozliczenia, ryzyko i ocena banku, marketing*, Difin, Warszawa 2006.
Herman A., Szablewski A., *Orientacja na wzrost wartości współczesnego przedsiębiorstwa* [w:] *Zarządzanie wartością firmy*, red. A. Herman i A. Szablewski, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 1999.
Ickiewicz J., *Pozyskiwanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwach*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2004.
Iwanicz-Drozdowska M., Jaworski W.L., Szelągowska A., Zawadzka Z., *Bankowość. Instytucje, operacje, zarządzanie*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2017.
Iwanicz-Drozdowska M., Jaworski W.L., Szelągowska A., Zawadzka Z., *Bankowość. Instytucje, operacje, zarządzanie*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2013.
Iwanicz-Drozdowska M. Jaworski W.L., Zawadzka Z., *Bankowość. Zagadnienia podstawowe*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2010.
Jagielnicki A., *Catalyst. Odkryj rynek obligacji. Sprawdzona inwestycja w niepewne czasy*, Helion, Gliwice 2013.
Jaworski W.L., *Banki-rynek, operacje, polityka*; Wydawnictwo Poltext, Warszawa 1994.
Jaworski W.L., Zawadzka Z., *Bankowość. Zagadnienia podstawowe*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2000.
Jaworski W.L., Zawadzka Z., *Bankowość – podręcznik akademicki*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2002.
Jerzemowska M., *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.
Jestem Nowy. Vademecum wiedzy o bankowości, red. E. Gostomski, Bankowy Ośrodek Doradztwa i Edukacji Sp. z o.o., Poznań 2009.
Jonasz E., *Faktoring jako jedna z metod finansowania przedsiębiorstw na polskim rynku finansowym*, Promotor, Warszawa 2008.
Kalinowski M., *Innowacje finansowe dedykowane małym firmom* [w:] *Finanse małych i średnich firm. Motywacje, decyzje, procesy*, red. M. Dylewski, CeDeWu, Warszawa 2016.
Kołosowska B., *Finansowanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw ze źródeł pozabankowych*, CeDeWu, Warszawa 2013.
Koralewski M., *Umowy leasingu. Aspekty podatkowo-prawne*, CeDeWu, Warszawa 2009.
Korenik D., *Faktoring w bankowości. Strategia przyszłości*, CeDeWu, Warszawa 2007.
Kornacki J., Trzpioła K., *Leasing 2016*, Wiedza i Praktyka, Warszawa 2016.
Kortan J., *Podstawy ekonomiki i zarządzania przedsiębiorstwem*, C.H. Beck, Warszawa 1997.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Kosztowniak A., Misztal P., Pszczółka I, Szelągowska A., *Finanse i rozliczenia międzynarodowe,* C.H. Beck, Warszawa 2009.
Kotowski R., *Finansowanie eksportu i importu w krajach kapitalistycznych*, PWE, Warszawa 1971.
Kozuń-Cieślak G., *Światowy rynek kapitału. Wybrane zagadnienia – uwarunkowania, doświadczenia, perspektywy*, Difin, Warszawa 2012.
Kreczmańska-Gigol K., *Faktoring jako jeden z instrumentów zarządzania należnościami i zobowiązaniami handlowymi a struktura kapitału*, Difin, Warszawa 2013.
Kreczmańska-Gigol K., *Faktoring w teorii i w praktyce*, Helion, Gliwice 2007.
Krzemińska D., *Finanse przedsiębiorstw*, Wydawnictwo WSB, Poznań 1996.
Krzyżkiewicz Z., *Podręcznik do nauki bankowości*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2002.
Kuryłek Z., *Mezzanine capital. Nowoczesne finansowanie przedsiębiorstw*, CeDeWu, Warszawa 2015.
Leksykon leasingu i motoryzacji, IPM Sp. z o.o., Wrocław 2008.
Lewandowska L., *Niekonwencjonalne formy finansowania przedsiębiorczości*, ODDK, Gdańsk 2000.
Liberadzki K., *Dłużne papiery wartościowe*, Difin, Warszawa 2014.
Łapiński K., Peterlik M., Wyżnikiewicz B., *Szara strefa w polskiej gospodarce w 2015 roku*, IBnGR, Warszawa 2015.
Modigliani F., Miller M., *Corporate Income, Taxes and the Cost of Capital. A. Correction*, „American Economic Review" 1963, No. 53.
Modigliani F., Miller M., *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, „American Economic Review" 1985, No. 3.
Marciniak-Neider D., *Factoring międzynarodowy*; Prace Badawcze Instytutu Handlu Zagranicznego, Sopot 1995.
Marciniak-Neider D., *Płatności w handlu zagranicznym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2002.
Marciniak-Neider D., *Płatności w handlu zagranicznym*, wyd. 2, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2008.
Marciniak-Neider D., *Rozliczenia w handlu zagranicznym*, PWE, Warszawa 2004.
Matusiak K., Mażewska M., *Pierwsza praca – pierwszy biznes – Vademecum przedsiębiorcy*, MGiP, Warszawa 2005.
Mikroprzedsiębiorstwa, sytuacja ekonomiczna, finansowanie, właściciele, red. E. Balcerowicz, CASE, Warszawa 2002.
Mosionek-Schweda M., *Finansowanie działalności przedsiębiorstw w drodze emisji obligacji na zorganizowanym rynku dłużnych instrumentów finansowych* [w:] *Przedsiębiorstwo w otoczeniu globalnym*, red. A. Oniszczuk-Jastrząbek, T. Gutowski, Instytut Transportu i Handlu Morskiego, Uniwersytet Gdański, Gdańsk 2015.
Mrzygłód U., *Kredyty jako źródło finansowania handlu zagranicznego* [w:] *Rozliczenia międzynarodowe*, red. D. Marciniak-Neider, PWE, Warszawa 2011.
Olfert K., *Finanzierung*, Kiehl Verlag, Ludwigshafen 1992.
Orłowska R., *Kredyty konsorcjalne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2004.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Pawlicki R., *Strategia finansowa dla Polski. Fundusze unijne da przedsiębiorczych*, Difin, Warszawa 2014.
Piasecki B., *Ekonomika i zarządzanie małą firm*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
Poczobut J., *Umowa leasingu w prawie krajowym i międzynarodowym*, Wydawnictwa Prawnicze PWN, Warszawa 1996.
Podedworna-Tarnowska D., *Faktoring w Polsce szanse i zagrożenia rozwoju*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2006.
Pomykało W., *Encyklopedia biznesu*, Fundacja Innowacja, Warszawa 1995.
Powałowski A., Koroluk S., *Podejmowanie działalności gospodarczej w świetle regulacji prawnych*, Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz-Gdańsk 2005.
Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa 1999.
Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2015 roku, NBP, Warszawa 2016.
Samborski A., *Przedsiębiorstwo na rynku obligacji międzynarodowych*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego" 2000, nr 6.
Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
Sierpińska M., Wędzki D., *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997.
Skowronek-Mielczarek A., *Źródła zewnętrznego finansowania małych i średnich przedsiębiorstw*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2002.
Sobańska K., Sieradzan P., *Inwestycje private equity / venture capital*, Wydawnictwo Key Text, Warszawa 2013.
Sobol I., *Faktoring międzynarodowy*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.
Socha J., *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, Olympus, Warszawa 2003.
Steć D., *Rynek faktoringu w Polsce w 2015 r.* [w:] *Faktoring, Almanach Polskiego Związku Faktorów*, red. T. Biernat, Polski Związek Faktorów, Warszawa 2016.
Stępień K., *Bankowość podstawy*, Wydawnictwo i Handel Książkami „KaBe", Krosno 2015.
Sudoł S., *Przedsiębiorstwo. Podstawy nauki o przedsiębiorstwie. Teorie i praktyka zarządzania*, TNOiK „Dom Organizatora", Toruń 1999.
Supińska A., *Umowa faktoringu* [w:] *Faktoring, Almanach Polskiego Związku Faktorów*, red. T. Biernat, Polski Związek Faktorów, Warszawa 2016.
Świerkocki J., *Zarys międzynarodowych stosunków gospodarczych*, PWE, Warszawa 2004.
Tokarski M., *Faktoring w małych i średnich przedsiębiorstwach. Forma krótkoterminowego finansowania działalności*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.
Tuzimek R., Wrzesiński M., *Finansowanie przedsięwzięć inwestycyjnych typu project finance* [w:] *Finanse przedsiębiorstw wobec procesów globalizacji*, GAB, Gdańsk-Jurata 2003.
Weronis E., *Rynek usług forfaitingowych w Polsce*, „Biznes Międzynarodowy w Gospodarce Globalnej" 2013, nr 32.
Włodarska-Zoła L., *Euroobligacje jako instrument finansowania przedsiębiorstwa*, „Economics and Managements" 2014, No. 3.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Wrońska-Bukalska E., *Hybrydowe źródła finansowania działalności rozwojowej przedsiębiorstwa – studium przypadku*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego" nr 802, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia" nr 65, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2014.

Wypych M., *Finanse i instrumenty finansowe*, wyd. 4, Absolwent, Społeczna Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania w Łodzi, Łódź 2001.

Załupka D., Żyniewicz M., *Leasing ABC oraz D. Wszystko o ekonomicznych i podatkowych aspektach leasingu*, Oficyna Wydawnicza „UNIMEX", Wrocław 2001.

Zarządzanie przedsiębiorstwem, red. M. Stróżycki, Difin, Warszawa 2002.

Zawada K., *Faktoring międzynarodowy*, „Kwartalnik Prawa Prywatnego" 1996, z. 4.

Źródła internetowe

Aktywność inwestorów na rynkach Grupy GPW, grudzień 2017, https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=106488 [dostęp: 15.01.2018].

Catalyst, *Rynek Obligacji GPW*, http://www.gpwcatalyst.pl

Centralny Ośrodek Informacji Gospodarczej. Spis polskich firm, www.coig.com.pl

Emisja dłużnych instrumentów hybrydowych oraz tzw. contingent convertible bonds (coco), Clifford Change, sierpień 2016, https://onlineservices.cliffordchance.com/online/freeDownload.action?key... [dostęp: 15.01.2018].

GRIF – General Rules of International Factoring 3.10.2011 r., https://www.garantifactoring.com/files/pdf/IFG_GRIF.pdf [dostęp: 13.03.2018].

Jak przeprowadzić publiczną ofertę akcji?, http://manager.inwestycje.pl/czysty_zysk/Jak-przeprowadzic-publiczna-oferte-akcji;234071;0.html [dostęp: 13.01.2018].

Lista aniołów biznesu w Polsce, http://doradcawbiznesie.pl/blog/6-%C5%B9r%C3%B3d%C5%82a-finansowania/120-lista-aniolow-biznesu-w-polsce.html [dostęp: 15.01.2018].

Obligacje zamienne – szczególny rodzaj obligacji korporacyjnych, www.bestcapital.pl [dostęp: 03.02.2017].

Partnerstwo Publiczno Prywatne: od pomysłu do wyboru partnera prywatnego, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 2014, www.paih.gov.pl/files/?id_plik=16912.

Polidea case study, www.lba.pl [dostęp: 15.01.2018].

Polskie firmy płacą w terminie, http://forsal.pl/artykuly/606512,polskie-firmy-placa-w-terminie-przynajmniej-w-porownaniu-z-poludniem-europy.html [dostęp: 20.01.2018].

Spółka europejska, https://prawo.money.pl/iep/haslo,spolka;europejska,898.html [dostęp: 15.01.2018].

Statystyki NewConnect, https://newconnect.pl/statystyki-okresowe [dostęp: 18.01.2018].

Stopy CIRR, https://www.bgk.pl/informacje/stopy-cirr/ [dostęp: 20.01.2018].

Szara strefa drenuje budżet, http://csr.forbes.pl/szara-strefa-w-polsce-transakcje-gotowkowe,artykuly,198856,1,1.html [dostęp: 15.01.2018].

Ubezpieczenie kredytów eksportowych, www.finanse.mf.gov.pl [dostęp: 21.12.2016].

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383

Źródła prawne

GRIF – General Rules of International Factoring z dnia 3 października 2011 r., https://www.garantifactoring.com/files/pdf/IFG_GRIF.pdf

Konwencja UNIDROIT o faktoringu międzynarodowym i międzynarodowym leasingu finansowym z 28 maja 1988 r. (UNIDROIT Convections on International Factoring and International Financial Leasing).

Konwencja nowojorska (UNCITRAL) dotyczącej przelewu wierzytelności w handlu międzynarodowym z 12 grudnia 2001 r.

Krajowe Stowarzyszenie Funduszy Poręczeń Kredytowych. *Raport o stanie funduszy poręczeń kredytowych w Polsce na dzień 31.12.2015 r*.

Polskie Stowarzyszenie Funduszy Pożyczkowych, *Raport o funduszach pożyczkowych w Polsce, stan na 31.12.2015 r.*

Rynek Funduszy Pożyczkowych w Polsce. Raport 2015, Polski Związek Funduszy Pożyczkowych, Warszawa 2016.

Ustawa z dnia 28 kwietnia 1936 r. – Prawo wekslowe (tekst jedn. Dz. U. z 2016 r., poz. 160 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (tekst jedn. Dz. U. z 2017 r., poz. 459 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Ordynacja podatkowa (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 800 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 483).

Ustawa z dnia 6 grudnia 1996 r. o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów (tekst jedn. Dz. U. z 2017 r., poz. 1278 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (tekst jedn. Dz. U. z 2017 r., poz. 1876 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 2 lipca 2004 r. o swobodzie działalności gospodarczej (tekst jedn. Dz. U. z 2017 r., poz. 2168 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 11 marca 2004 r. o podatku od towarów i usług (tekst jedn. Dz. U. z 2017 r., poz. 1221 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jedn. Dz. U. z 2018 r., poz. 512 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 9 września 2000 r. o podatku od czynności cywilnoprawnych (tekst jedn. Dz. U. z 2017 r., poz. 1150).

Załącznik I do rozporządzenia Komisji (UE) nr 651/2014 z dnia 17 czerwca 2014 r. uznającego niektóre rodzaje pomocy za zgodne z rynkiem wewnętrznym w zastosowaniu art. 107 i 108 Traktatu.

Plik zabezpieczony watermarkiem jawnym i niejawnym: 15746993A6465383